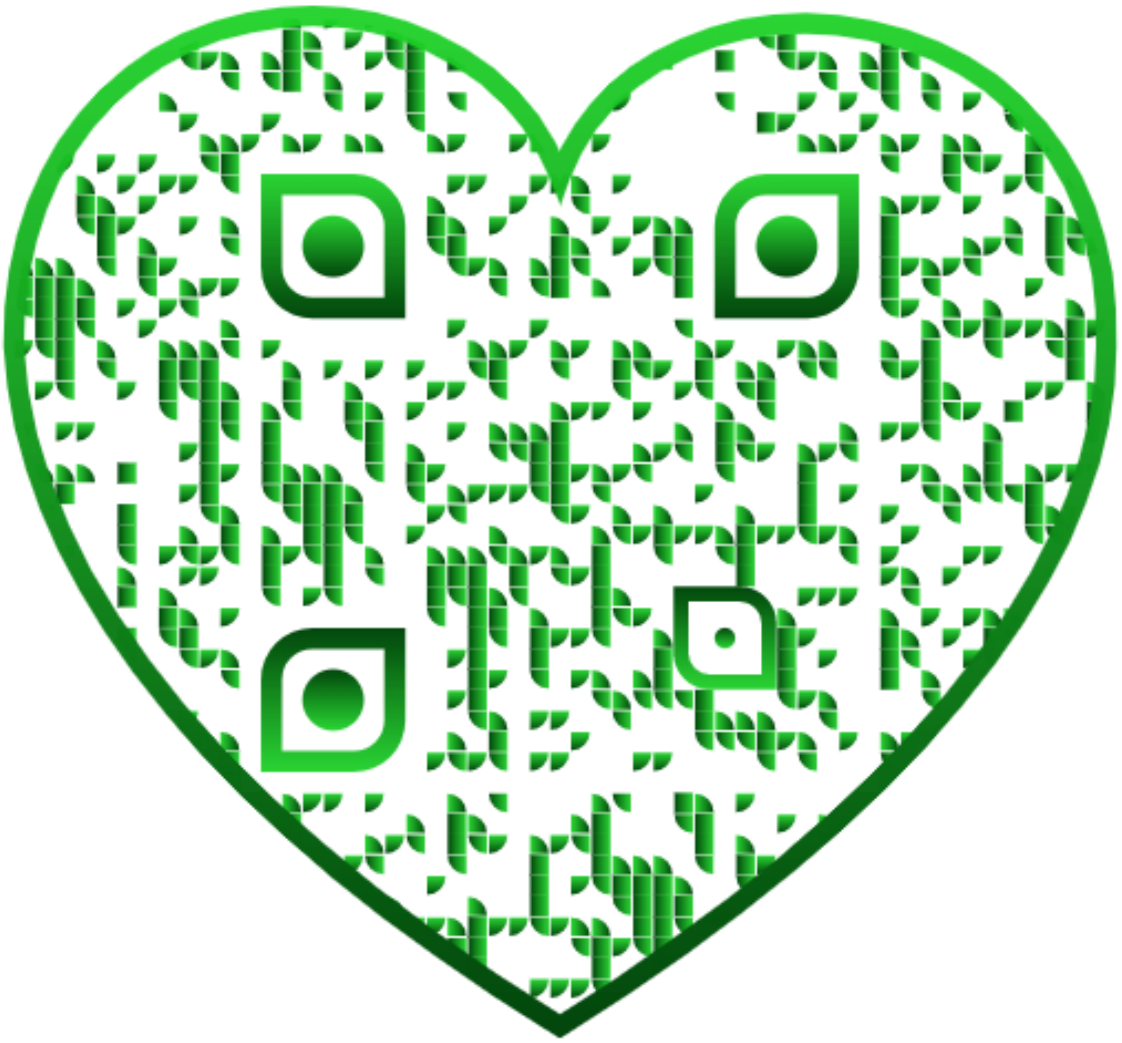
ET SI ON OSAIT INVESTIR EN BOURSE ?

Sandy CAMPART

Copyright © 2018 EMS Editions.

éditions ems
MANAGEMENT & SOCIETE

BANQUE - FINANCE



Collection **BANQUE - FINANCE**

Dirigée par **Sandy CAMPART**, enseignant-chercheur et directeur de l'IUP Banque Finance Assurance - IAE Caen.

La collection **BANQUE - FINANCE** des Éditions EMS est destinée aux professionnels de la finance soucieux de comprendre les évolutions structurantes de leur métier et d'apporter le conseil le plus éclairé possible à leurs clients. Les étudiants inscrits dans des cycles spécialisés en finance mais aussi les épargnants apprécieront le format synthétique des ouvrages et l'approche pédagogique des auteurs.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Et si on osait investir en bourse ?

Sandy CAMPART

Copyright © 2018 EMS Editions.

éditions ems
MANAGEMENT & SOCIETE

Collection **BANQUE - FINANCE**

Copyright © 2018 EMS Editions.

© Éditions EMS, 2018
Tous droits réservés
www.editions-ems.fr

ISBN : 978-2-37687-117-0
(versions numériques)

Sommaire

Remerciements 7

Introduction 8

Chapitre 1
La faible appétence des épargnants pour les placements boursiers 11

1. Une culture financière insuffisante 12

2. Des produits boursiers quasiment absents du patrimoine des ménages 14

3. Et si on osait se tester ? 15

Réponses au questionnaire 24

Chapitre 2
La bourse au service de l'économie 25

1. Répondre aux besoins de financement 26

2. Répondre aux besoins de couverture 32

Chapitre 3
Une appréciation du risque mal maîtrisée 36

1. Qu'est-ce que le risque ? 37

Copyright © 2018 EMS Editions.

2. S'il n'y a pas de risque, il n'y a pas de rémunération 40
3. Un risque qui dépend de l'horizon de placement 46

Chapitre 4
Des marchés boursiers guidés par les anticipations 52

1. L'avenir et la surprise 53
2. Les indicateurs avancés 57

Chapitre 5
Les bienfaits de la diversification 62

1. Ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier 63
2. Les allocations optimales 64

Glossaire 72

Bibliographie 76

Copyright © 2018 EMS Editions.

Remerciements

Mes remerciements s'adressent en premier lieu aux étudiants et stagiaires de formation continue de l'IUP Banque Finance Assurance de Caen. Ils ont en commun d'être confrontés professionnellement aux marchés financiers dans le cadre d'opérations de placement, de financement et/ou de couverture. Les questions posées dans cet ouvrage sont les leurs, les réponses apportées sont celles qui les ont convaincus.

Cet ouvrage a en outre bénéficié des remarques et commentaires éclairés de mes collègues et amis ainsi que de membres de ma famille. Je remercie ainsi chaleureusement Sandra Ammara, Françoise Bastié, Antoine Billon, Suzie Bradburn, David Campart, Joël Campart, Syvie Cieply, Robert Ferrandier, Delphine Hourdin, René Hurpin, Pedro Jimenez, Philippe Jolly, Catherine Lucas, Marie-Caroline Raynal et Bertrand Rimbault.

Je remercie enfin mon éditeur, Gaël Letranchant, de m'avoir accompagné dans ce projet et de m'avoir confié la direction de la collection « Banque – Finance ».

Copyright © 2018 EMS Editions.

Introduction

Pas une journée ne passe sans que l'évolution du CAC 40[1] [2] ne nous soit communiquée, généralement suivie des prévisions météorologiques. Supposé constituer le baromètre de la valeur de notre épargne et de l'état de santé de l'économie, l'indice phare de la bourse de Paris devrait agir, au même titre que les températures et l'ensoleillement, sur notre moral du jour. Pourtant peu d'entre nous s'intéressent à la bourse, croient en sa capacité à anticiper la croissance et l'emploi et encore moins à constituer une source de revenus complémentaires.

La bourse est associée au mieux à un casino, au pire à une dérive du capitalisme qui accroîtrait les inégalités et qui se nourrirait des délocalisations et plans de licenciements pour verser les dividendes aux actionnaires. Émile Zola propose dès 1891 dans son roman *L'argent* une représentation de la bourse fondée sur la fièvre du jeu, les manipulations de cours, les opérations frauduleuses, menant inexorablement, tel un feu de forêt, à la destruction de richesses séculaires.

> *Et la Bourse, grise et morne, se détachait, dans la mélancolie de la catastrophe, qui, depuis un mois, la laissait déserte, ouverte aux quatre vents du ciel, pareille à une halle qu'une disette a vidée. C'était l'épidémie fatale, périodique, dont les*

1 Note de l'auteur : afin de faciliter la compréhension des lecteurs, les termes financiers sont définis en notes de bas de page et repris dans un glossaire en fin d'ouvrage.

2 CAC 40 : Principal indice boursier de la place parisienne. Il reflète l'évolution des cours des actions des 40 plus importantes sociétés françaises.

Copyright © 2018 EMS Editions.

ravages balayent le marché tous les dix à quinze ans, les vendredis noirs, ainsi qu'on les nomme, semant le sol de décombres. Il faut des années pour que la confiance renaisse, pour que les grandes maisons de banque se reconstruisent, jusqu'au jour où, la passion du jeu ravivée peu à peu, flambant et recommençant l'aventure, amène une nouvelle crise, effondre tout, dans un nouveau désastre.

La filmographie boursière, généralement inspirée d'événements réels, développe les mêmes thèmes autour de personnages rendus célèbres par leurs errements, Ivan Boesky[3] inspire *Wall Street*[4], Nick Leeson[5] *Trader*[6], Jérôme Kerviel[7] *L'outsider*[8], Jordan Belfort[9] *Le loup de Wall Street*[10].

A contrario, l'investissement immobilier semble jouir d'une totale immunité. Les épargnants sont nombreux à considérer que l'achat d'un bien locatif est sûr, liquide et plus rémunérateur que n'importe quel autre placement. L'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis à l'origine de la crise des *subprimes* ? Loin de chez nous. Les difficultés à vendre dans de nombreuses régions ? Qui n'a pas vendu n'a pas perdu. Les avantages fiscaux souvent gommés par les moins-values à la sortie ? Le principal est de payer moins d'impôts aujourd'hui. Les frais de transaction ? Négligeables sur la durée du placement. Les charges de copropriété, la taxe foncière, les frais

3 Ivan Boesky a été reconnu coupable par la SEC (*Security Exchange Commission*) aux États-Unis pour délit d'initié. Les dirigeants sociaux lui livraient des informations privilégiées contre commission.

4 Film américain réalisé par Oliver Stone (1987). Le long-métrage valut à Michael Douglas un Oscar pour son interprétation du raider (prédateur) Gordon Gekko inspiré par Ivan Boesky.

5 Nick Leeson a été condamné pour escroquerie et faux en écriture. Il a provoqué la faillite de la Barings en prenant des positions non autorisées sur l'indice Nikkei (créé en 1949 avec une base de 100 points, il est composé de 225 titres cotés à la bourse de Tokyo).

6 Film britannique réalisé par James Dearden (1999).

7 Jérôme Kerviel, trader à la Société Générale, a été condamné pour abus de confiance, introduction frauduleuse de données dans un système de traitement automatisé, faux et usages de faux (Cass. crim., 19 mars 2014, n° 12-87.416).

8 Film français réalisé par Christophe Barratier (2016).

9 Jordan Belfort a été condamné pour détournement de fonds, introductions en bourse illégales et blanchiment d'argent.

10 Film américain réalisé par Martin Scorsese (2013).

Copyright © 2018 EMS Editions.

d'entretien, de gestion et d'assurance ? Le rendement net est toujours intéressant. Vous ne parviendrez pas à faire douter un adepte de la pierre. La déconvenue d'un investissement boursier sera toujours jugée plus sévèrement que celle d'un investissement immobilier. À l'inverse, les revenus tirés de la bourse seront considérés comme impudiques en comparaison des revenus fonciers de « bon père de famille » réguliers dans le temps.

La bourse est un océan d'informations qui laisse à penser qu'aucune force pertinente ne guide les cours et que les vents sont créés pour allonger la liste des naufragés. Qui n'a jamais lu un article ou écouté une analyse sur la finance folle, la bourse casino, le miroir aux alouettes, les indices de la peur, les évolutions chaotiques des cours, les montagnes russes, l'hystérie des salles des marchés ? Pourtant, la bourse est utile socialement (dans son rôle de financement de l'économie et de couverture des risques), l'ensemble des participants y sont durablement gagnants (ce n'est pas un jeu à somme nulle) et son caractère prédictif n'a pas d'équivalent.

La faible appétence des épargnants pour les produits financiers (chapitre 1) s'explique en grande partie par des croyances erronées concernant le rôle de la bourse (chapitre 2), une appréciation du risque mal maîtrisée (chapitre 3), la difficulté à décrypter les évolutions de cours (chapitre 4) et une insuffisante prise en compte des bienfaits de la diversification (chapitre 5). Cet ouvrage a pour objectif de démystifier les placements boursiers et d'offrir quelques pistes de réflexion à des épargnants soucieux de réaliser des choix patrimoniaux qui soient à la fois raisonnables et optimaux.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Chapitre 1

La faible appétence des épargnants pour les placements boursiers

Copyright © 2018 EMS Editions.

1. Une culture financière insuffisante

Toutes les enquêtes menées auprès des épargnants sont édifiantes. Ceux-ci ont un très faible niveau de culture financière. Il faut admettre qu'il est fréquent de traverser une scolarité complète sans avoir suivi un cours de finance. Dans l'enseignement secondaire, le décryptage de l'environnement économique et financier ne fait pas partie du socle des savoirs fondamentaux. Dans l'enseignement supérieur, les professionnels de la santé, du droit, des ressources humaines, du marketing, du commerce, de la logistique, les scientifiques, les littéraires, en bref quasiment tous ceux qui ne s'orientent pas vers les métiers de la finance n'ont, à de rares exceptions près, pas reçu de formation économique et financière. Dans ce contexte, il n'est donc pas surprenant, en matière d'investissement, d'accorder une confiance parfois aveugle aux chantres de la défiscalisation et à considérer les actifs tangibles comme étant les plus protecteurs.

À la question, « Imaginez que vous déposez 1 000 euros sur un compte rémunéré à 2 % d'intérêts par an. Au bout d'un an, quelle somme sera présente sur votre compte, après le versement des intérêts ? »[1], près d'un quart des sondés ne fournit pas la bonne réponse, 1 020 euros. La projection dans le futur de flux financiers, le principe de capitalisation, est assez souvent mal maîtrisée, ce qui génère une préférence exacerbée pour le présent. « Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras », une citation de Jean de La Fontaine[2] se transforme alors en principe d'investissement.

Pire, les caractéristiques des produits financiers et les déterminants de leurs prix sont ignorés par la quasi-totalité des épargnants. Dans ce contexte, la parole des proches ayant eu une expérience d'investissement, heureuse ou malheureuse, et celle des conseillers financiers, pas toujours complètement objective, s'avèrent être importantes dans la prise de décision. Il reste cependant à franchir l'étape décisive du saut dans l'inconnu, à se préparer à suivre quotidiennement les fluctuations mystérieuses des cotations, à subir une source de stress non souhaitée. L'épargnant réclame alors une performance ex-

1 Enquête réalisée par l'IFOP pour le Ministère de l'Économie et des Finances (2016).

2 *Le petit poisson et le pêcheur.*

Copyright © 2018 EMS Editions.

cessivement élevée car il n'est pas en mesure d'évaluer le risque réel de son placement. Une étude internationale[3] indique que les investisseurs particuliers espèrent une performance de leurs placements supérieure à 9 % pour un horizon d'épargne de 3 ans ! Pourtant, les livrets et les fonds euros, supports préférés des Français, affichent des rendements bien inférieurs, respectivement à 1 et 2 % dans un contexte d'inflation et de taux d'intérêt excessivement bas.

Le rapport du comité consultatif du secteur financier[4] (CCSF) rappelle les risques micro et macroéconomiques soulevés par l'OCDE[5] en matière d'éducation financière.

> *(…), l'OCDE souligne également qu'un bas niveau d'éducation financière présente un coût potentiellement élevé pour toutes les parties prenantes du secteur financier et pour la société dans son ensemble. On peut mentionner à ce titre le coût social du surendettement et du malendettement, les risques liés à une mauvaise allocation de l'épargne, un sentiment général de défiance des citoyens envers la finance ou encore la difficile compréhension des politiques publiques et de tous leurs enjeux.*

Moins d'un français sur trois considère qu'il a les connaissances suffisantes pour lire la presse financière. Selon les journalistes interrogés par le CCSF, la désaffection du public à l'égard des sujets financiers irait même en s'amplifiant. L'effectivité de l'éducation financière repose trop souvent sur des initiatives individuelles qui s'avèrent être très hétérogènes en termes de contenu. La diffusion de la culture financière se heurte également à des *a priori* spécifiques à la France. Aussi n'est-il pas rare que des interventions pédagogiques de professionnels de la finance en milieu scolaire soient accompagnées de réactions hostiles.

Copyright © 2018 EMS Editions.

3 Étude réalisée par la société de gestion Schroders (2016).

4 La définition et la mise en œuvre d'une stratégie nationale en matière d'éducation financière (2015).

5 Organisation de coopération et de développement économiques.

2. Des produits boursiers quasiment absents du patrimoine des ménages

Selon une enquête réalisée à la demande du Centre d'études et de connaissances sur l'opinion publique[6] (CECOP), le bien immobilier locatif est de loin le placement jugé par les français le plus rentable. Les actions apparaissent aussi performantes aux yeux des sondés que les fonds en euros des contrats d'assurance-vie (dont le capital est garanti) tandis que les obligations émises par les entreprises seraient moins rémunératrices que le livret A. À la lumière de ces résultats, il n'est donc pas surprenant de constater que l'épargnant français ne se sent pas maître de son avenir financier (69 % des Français le déclarent contre 58 % des voisins européens) et que la proportion de ses économies investies en actions est l'une des plus faibles au monde[7].

Les ménages français[8] disposent d'un patrimoine brut composé schématiquement pour 60 % de biens fonciers (terrains et constructions) sur lesquels ils sont endettés à hauteur de 15 %. Les 40 % restant sont investis[9] aux deux tiers dans des actifs non risqués (compte courant, livrets, plans d'épargne, fonds en euros d'assurance-vie, etc.). Le tiers restant intègre principalement des fonds en unités de compte[10] d'assurance-vie (dans lesquels la part des actifs non risqués est variable), des actions non cotées (actionnariat salarié pour l'essentiel) et des actions ou obligations cotées détenues en direct ou *via* un support de gestion collective (SICAV, FCP[11], etc.). Selon la lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF[12] publiée en juin 2016, seul un français sur dix détiendrait un produit boursier (en direct ou *via* un support collectif) contre près d'un sur cinq en 2008. Si la faible tolérance des

6 *Les Français, l'épargne et la retraite* (2017). Enquête réalisée par l'IFOP.

7 BlackRock, Global Investor Pulse (2015).

8 *Le patrimoine économique national* (2016), Insee.

9 *Épargne et patrimoine des ménages* (2017), Banque de France.

10 Contrairement aux fonds en euros, les fonds en unités de compte ne garantissent pas de recouvrer le capital placé.

11 Les FCP (fonds communs de placement) et les Sicav (sociétés d'investissement à capital variable) sont des placements collectifs dans lesquels l'épargne de multiples investisseurs est mise en commun pour être investie sur les instruments financiers (actions, obligations, etc.).

12 Autorité des Marchés Financiers.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Français au risque est l'argument le plus généralement avancé pour expliquer cette tendance, nous verrons dans le chapitre 3 que la vision du risque excessivement limitée des investisseurs particuliers (journées noires ou krachs que connaissent périodiquement les marchés boursiers) peut être tout autant mise en cause.

3. Et si on osait se tester ?

Les réponses aux vingt questions qui suivent seront développées au fil des chapitres. Les cinq premières dans le chapitre 2, les cinq suivantes dans le chapitre suivant et ainsi de suite. Cependant, si vous souhaitez connaître dès à présent votre résultat ou celui du proche à qui vous faites passer ce test, les réponses vous sont données à la fin de ce chapitre, page 24. À chacune des questions, il est possible de proposer une ou plusieurs réponses. Il est également envisageable qu'aucune réponse ne convienne.

Question 1

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Une action est représentative d'une fraction du capital d'une entreprise, une obligation est représentative d'une fraction d'un emprunt émis par l'État, une collectivité publique ou une entreprise.

b. Une action est représentative d'une fraction d'un emprunt émis par l'État, une collectivité publique ou une entreprise, une obligation est représentative d'une fraction du capital d'une entreprise.

c. L'action confère à son détenteur la qualité d'associé, l'obligation la qualité de créancier.

Question 2

Pourquoi les entreprises cotées attirent-elles beaucoup plus les investisseurs que les entreprises non cotées ?

a. Le versement de dividendes.

Copyright © 2018 EMS Editions.

b. La possibilité de vendre les actions au moment souhaité.

c. La médiatisation.

Question 3

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Les entreprises cotées en bourse sont moins transparentes que les petites et moyennes entreprises non cotées.

b. Les entreprises, même lorsqu'elles sont cotées, empruntent prioritairement auprès des établissements bancaires car les conditions sont moins avantageuses sur le marché.

c. Les entreprises, lorsqu'elles sont cotées, empruntent prioritairement sur le marché car les conditions sont plus avantageuses.

Question 4

Pourquoi une action est-elle considérée comme étant plus risquée qu'une obligation ?

a. La nature de l'émetteur. L'action est émise par une entreprise, l'obligation par l'État ou une collectivité publique.

b. La nature des flux financiers. Les dividendes perçus et la valeur de revente d'une action sont incertains alors que l'intérêt perçu et la valeur de remboursement d'une obligation à taux fixe sont déterminés à l'avance.

c. La nature du marché. Le marché des actions est animé par des investisseurs particuliers alors que le marché des obligations est tenu par les investisseurs institutionnels (établissements bancaires, compagnies d'assurances, sociétés de gestion, caisses de retraite, etc.)

Question 5

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

Copyright © 2018 EMS Editions.

a. Les cours des actions dépendent principalement des profits passés et présents réalisés par les firmes.

b. Les cours des actions dépendent principalement des perspectives économiques mondiales.

c. Les cours des obligations dépendent principalement de l'orientation des taux d'intérêt.

Question 6

La volatilité est présentée dans les documents de *reporting* remis aux clients ayant souscrit à un produit d'épargne collectif. Que traduit cet indicateur ?

a. La perte maximale pouvant être subie sur l'horizon d'investissement préconisé.

b. La difficulté à vendre au prix du marché.

c. L'écart moyen de performance annuelle.

Question 7

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. En bourse, il faut des perdants pour qu'il y ait des gagnants.

b. Il faut n'investir en bourse que l'argent dont on n'a pas besoin.

c. Rien ne dépasse la performance de l'immobilier résidentiel sur Paris.

Question 8

Un placement en actions sur une durée de vingt ans rapporte annuellement :

a. Entre -10 % et 15 %.

b. Entre 0 % et 10 %.

c. Entre 3 % et 7 %.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Question 9

Les durées de détention couramment préconisées pour les obligations et les actions sont respectivement de :

a. 3 mois et 3 ans.

b. 3 ans et 5 ans.

c. 7 ans et 3 ans.

Question 10

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Les produits à capital garanti indexés sur des indices boursiers permettent de bénéficier de la performance des marchés d'actions sans en supporter le risque.

b. L'horizon de placement a peu d'influence sur le risque de perte que le détenteur d'un produit boursier supporte.

c. Aucun placement, financier ou non, ne permet de conjuguer faible risque, performance élevée et haut degré de liquidité.

Question 11

Parmi les trois statistiques économiques suivantes, quelle est celle qui a le plus d'importance pour comprendre l'évolution des cours des actions :

a. Le taux de chômage.

b. L'inflation anticipée.

c. Le climat des affaires.

Question 12

Parmi les trois statistiques économiques suivantes, quelle est celle qui a le plus d'importance pour comprendre l'évolution des cours des obligations :

Copyright © 2018 EMS Editions.

a. Le taux de chômage.

b. L'inflation anticipée.

c. Le climat des affaires.

Question 13

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. La publication par un groupe coté d'un bénéfice en nette augmentation s'accompagne nécessairement d'une évolution à la hausse du cours de son action.

b. Un groupe coté peut n'annoncer que des bonnes nouvelles et voire néanmoins le cours de ses actions baisser.

c. Les informations publiées par les sociétés cotées ne font évoluer leur cours de bourse que dans le cas où elles n'ont pas été préalablement anticipées par les investisseurs.

Question 14

Lequel (lesquels) de ces adages vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Acheter la rumeur, vendre la nouvelle.

b. Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel.

c. Mieux vaut se couper la main que le bras.

Question 15

Lequel de ces indicateurs n'est pas un indicateur avancé de conjoncture économique ?

a. La confiance des consommateurs.

b. Le CAC 40.

c. La production industrielle.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Question 16

Considérons deux contextes économiques, l'un favorable, l'autre défavorable. L'un et l'autre ne peuvent être anticipés mais nous savons qu'ils surviennent avec une probabilité de 50 %. L'investissement dans le produit 1 rapporte 32 % lorsque la conjoncture est favorable, -15 % dans un contexte défavorable. Le produit 2 rapporte 4 % quel que soit l'état de la conjoncture. Le produit 3 affiche une performance de -10 % dans un contexte favorable et +25 % dans un contexte défavorable.

Produit de placement 1 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	32
Défavorable	50	-15

Produit de placement 2 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	4
Défavorable	50	4

Produit de placement 3 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	-10
Défavorable	50	25

Copyright © 2018 EMS Editions.

Quel(le) est, selon vous, le produit (ou la combinaison de produits) le (la) plus risqué(e) ?

a. Produit 3.

b. Produits 1, 2 et 3 répartis également (33 % chacun).

c. Produits 1 et 3 répartis également (50 % chacun).

Question 17

Produit de placement 1 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	32
Défavorable	50	-15

Produit de placement 2 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	4
Défavorable	50	4

Produit de placement 3 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	-10
Défavorable	50	25

Quel(le) est, selon vous, le produit (ou la combinaison de produits) le (la) plus performant(e) ?

a. Produit 1.

b. Produits 1, 2 et 3 répartis également (33 % chacun).

c. Produits 2 et 3 répartis également (50 % chacun).

Question 18

Produit de placement 1 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	32
Défavorable	50	-15

Copyright © 2018 EMS Editions.

Produit de placement 2 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	4
Défavorable	50	4

Produit de placement 3 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	-10
Défavorable	50	25

Quel(le) est, selon vous, le produit (ou la combinaison de produits) le (la) moins performant(e) ?

a. Produit 2.

b. Produits 1 et 2 répartis également (50 % chacun).

c. Produits 2 et 3 répartis également (50 % chacun).

Question 19

Produit de placement 1 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	32
Défavorable	50	-15

Produit de placement 2 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	4
Défavorable	50	4

Copyright © 2018 EMS Editions.

Produit de placement 3 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	-10
Défavorable	50	25

Quel(le) est, selon vous, le produit (ou la combinaison de produits) qui affiche le couple performance/risque le plus intéressant ?

a. Produit 2.

b. Produits 1, 2 et 3 répartis également (33 % chacun).

c. Produits 2 et 3 répartis également (50 % chacun).

Question 20

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Il faut privilégier une approche descendante, allouer les actifs d'abord, sélectionner les instruments ensuite.

b. Un patrimoine diversifié permet, pour un niveau ciblé de performance, de diminuer le risque encouru.

c. Il faut investir dans les actifs qui nous sont familiers.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Réponses au questionnaire

1. a et c ; 2. b ; 3. c ; 4. b ; 5. b et c ; 6. c ; 7. - ; 8. c ; 9. b ; 10. c ; 11. c ; 12. b ; 13. b et c ; 14. a, b et c ; 15. c ; 16. a ; 17. a ; 18. a ; 19. b ; 20. a et b.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Chapitre 2

La bourse au service de l'économie

Copyright © 2018 EMS Editions.

1. Répondre aux besoins de financement

Si nous n'avions pas accès au crédit, combien d'entre nous pourraient accéder à la propriété de leur résidence principale ? Combien seraient motorisés ? Combien seraient capables de financer leur formation initiale ou leur reprise d'études ? Leur installation ? Leur projet de création d'entreprise ?

Le crédit permet, à tous ceux qui ne disposent pas d'un capital initial, de se projeter dans l'avenir, de lisser dans le temps les dépenses de consommation et de constituer un patrimoine.

À l'échelle d'une entreprise, d'une collectivité ou d'un État, l'obtention de financements autorise des investissements dont les bénéfices attendus sont différés dans le temps. La croissance de l'activité est fonction des dépenses réalisées au préalable dans l'acquisition de compétences, les infrastructures, les équipements, les machines, les bâtiments, les logiciels, la recherche et développement. Les pays les plus riches et les plus dynamiques ont un point commun : un système financier structuré qui accompagne les projets entrepreneuriaux.

Les deux principaux canaux de financement sont les établissements de crédit et les marchés financiers. Ils sont complémentaires. Les premiers répondent à des besoins qu'ils sont en capacité de supporter au regard du montant engagé et du profil de risque du demandeur. Les seconds financent les projets les plus incertains et/ou qui exigent une mobilisation importante de capitaux. Aussi les grands groupes, les firmes innovantes, les collectivités publiques[1], les États ont-ils recours de façon privilégiée aux marchés financiers qui permettent de drainer, en direct ou *via* des supports d'épargne collective (fonds d'assurance-vie en unités de compte, SICAV, FCP, etc.), une multitude d'investisseurs, particuliers et professionnels, domestiques et étrangers sur un emprunt ou une ouverture de capital.

C'est le découpage en titres qui autorise le financement de projets pharaoniques et risqués. Chaque contributeur peut n'engager qu'une fraction limitée de sa capacité d'investissement et accepter ainsi une prise de risque conséquente, en échange d'une juste rémunération.

1 Collectivités territoriales et établissements publics.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Les titres négociables représentatifs d'une fraction d'un emprunt sont appelés, à court[2] et moyen terme[3], des titres de créances (compartiment monétaire des marchés financiers), à long terme[4], des obligations. Les titres négociables représentatifs d'une fraction du capital d'une entreprise sont les actions. Les actions confèrent donc la qualité d'associé à leur détenteur et se distinguent des titres précédents par l'absence d'échéance.

Réponses[5] à la question 1

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Une action est représentative d'une fraction du capital d'une entreprise, une obligation est représentative d'une fraction d'un emprunt émis par l'État, une collectivité publique ou une entreprise.

b. Une action est représentative d'une fraction d'un emprunt émis par l'État, une collectivité publique ou une entreprise, une obligation est représentative d'une fraction du capital d'une entreprise.

c. L'action confère à son détenteur la qualité d'associé, l'obligation la qualité de créancier.

Le marché obligataire est le plus conséquent. Si la création de richesse à l'échelle mondiale devait être exclusivement consacrée au remboursement des emprunts obligataires, la situation ne serait apurée qu'environ au bout de 18 mois. Les obligations présentent des atouts significatifs par rapport aux financements bancaires. Les trois principaux sont l'absence ou la quasi-absence de *covenants*[6], le remboursement *in fine*[7] et des maturités plus longues.

2 Entre un jour et un an.
3 Entre un an et cinq ans.
4 Au-delà de cinq ans.
5 Les bonnes réponses aux questions posées sont en gras.
6 Les banques peuvent intégrer dans leurs contrats de prêt des *covenants*. Les *covenants* sont des conditions à respecter par l'entreprise durant toute la durée du crédit. Par exemple, les frais financiers ne doivent pas dépasser x% du résultat d'exploitation ou la dette financière ne doit pas excéder y% des fonds propres.
7 L'amortissement *in fine* prévoit le remboursement de l'intégralité du capital à l'échéance. Il se distingue d'un amortissement progressif pendant la durée de vie du crédit.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Les montants engagés doivent cependant être significatifs pour permettre d'assurer la négociabilité des titres (de quelques centaines de millions d'euros à plusieurs milliards) et assurer ainsi aux investisseurs de pouvoir vendre leurs titres au moment où ils le souhaitent et à un prix qui ne soit pas déconnecté du prix de la dernière transaction (le dernier cours coté). Pour les emprunts de plus petite taille (de quelques millions à quelques dizaines de millions d'euros), des offres publiques[8], des émissions mutualisées, ou des placements privés[9] auprès d'un nombre limité d'investisseurs, sont possibles au prix d'une plus faible liquidité[10].

La liquidité est l'élément différenciant des instruments financiers cotés. Grâce à elle, l'investisseur peut disposer d'un horizon de placement qui n'est pas calé sur la maturité du financement de l'emprunteur. Lorsque les établissements bancaires utilisent des ressources à court terme pour financer des projets de long terme, ils assurent une transformation des échéances et permettent aux épargnants et aux emprunteurs de se rencontrer indirectement (finance intermédiée ou indirecte). Les marchés financiers assurent une rencontre directe (finance désintermédiée ou directe) grâce à la possibilité offerte de revendre les titres à tout moment sur un marché dit secondaire auprès d'une multitude d'intervenants. Si le marché dit primaire, celui des nouvelles émissions de titres, est le seul à apporter des ressources nouvelles aux entreprises, collectivités publiques et États, le marché secondaire, lorsqu'il génère suffisamment de transactions, permet à tous les souscripteurs de se désengager à tout moment de leur participation. Des objectifs de placements à court terme peuvent ainsi répondre à des besoins de financement à moyen, long terme.

Copyright © 2018 EMS Editions.

8 Les levées de fonds sont réalisées auprès d'investisseurs institutionnels et particuliers. Euronext, bourse pan-européenne regroupant Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris, a mis en place l'offre IBO (*Initial Bond Offering*).

9 Euro PP (Euro Placement Privé) en France, Schuldschein en Allemagne ou USPP (*US Private Placement*) aux États-Unis.

10 Un marché est considéré liquide si les investisseurs peuvent céder leurs titres avec facilité, c'est-à-dire au moment où ils le souhaitent et à un coût transactionnel faible.

Réponse à la question 2

Pourquoi les entreprises cotées attirent-elles beaucoup plus les investisseurs que les entreprises non cotées ?

a. Le versement de dividendes.

b. La possibilité de vendre les actions au moment souhaité.

c. La médiatisation.

L'enjeu de la liquidité est au cœur de la structuration des marchés boursiers. La violence des krachs trouve son origine dans les assèchements brutaux de liquidité sur certains compartiments. Le manque de transparence et les asymétries d'information sont les deux principaux arguments traditionnellement mobilisés dans la compréhension des épisodes de crise. Aussi la cotation boursière implique-t-elle des exigences fortes en matière de communication financière. Les entreprises cotées se doivent de respecter l'obligation d'une information permanente. Celle-ci consiste à rendre publique, dès que possible, toute information privilégiée[11]. Cette contrainte constitue le principal frein à une introduction en bourse mais elle agit comme un label de transparence qui va permettre à l'entreprise cotée de bénéficier d'une nouvelle notoriété grâce à l'exposition médiatique que la présence en bourse génère, de procéder à des opérations de croissance externe sans entamer sa trésorerie ou détériorer son taux d'endettement[12] et de réduire son coût du capital en diversifiant les sources de financement. Les financements de marchés, pour les sociétés qui y ont accès, sont plébiscités car significativement moins onéreux.

Copyright © 2018 EMS Editions.

11 Une information privilégiée est une information précise, non publique et susceptible d'avoir une influence sur le cours.

12 Par l'intermédiaire des Offres Publiques d'Echange (OPE). L'OPE est une opération qui vise à échanger les titres de l'entreprise initiatrice contre les titres de l'entreprise ciblée. Elle permet à la société qui souhaite en acquérir une autre de payer l'opération en actions plutôt qu'en numéraire. C'est une parité d'échange (une action A contre deux actions B par exemple) qui est proposée au lieu d'un versement en numéraire. Un complément en espèces, appelé soulte, peut être proposé en plus de la parité d'échange.

Réponse à la question 3

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Les entreprises cotées en bourse sont moins transparentes que les petites et moyennes entreprises non cotées.

b. Les entreprises, même lorsqu'elles sont cotées, empruntent prioritairement auprès des établissements bancaires car les conditions sont moins avantageuses sur le marché.

c. Les entreprises, lorsqu'elles sont cotées, empruntent prioritairement sur le marché car les conditions sont plus avantageuses.

Les détenteurs de titres de créances, d'obligations ou d'actions n'auront pas les mêmes attentes en matière de performance car ils ne seront pas soumis aux mêmes risques. Les entreprises sont donc amenées à arbitrer, en fonction de leurs contraintes financières, entre les différentes sources.

Les titres de créances négociables à court et moyen terme et les obligations sont des produits de taux. Les montants empruntés sont remboursés, le plus souvent, à l'échéance et ils procurent des revenus (appelés communément coupons) qui dépendent de l'évolution des taux d'intérêt. Les revenus sont le plus généralement fixes et donc connus à l'avance. Les principales incertitudes liées à ce type de produits sont la capacité de l'emprunteur à rembourser, le taux d'intérêt auquel les coupons pourront être réinvestis et, si l'investisseur doit revendre l'obligation avant terme, les conditions de taux au moment de la cession.

Les flux financiers attachés à une action sont beaucoup plus incertains. Pas de remboursement à échéance, le titre n'a pas de durée de vie. La valeur de revente est inconnue. Pas de coupons mais des dividendes qui dépendent de la capacité bénéficiaire de l'entreprise, des choix de développement et de leurs modes de financement et qui ne sont généralement pas stables dans le temps. Enfin, pas de déclaration de créances à faire valoir en cas de procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaire.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Réponse à la question 4

Pourquoi une action est-elle considérée comme étant plus risquée qu'une obligation ?

a. La nature de l'émetteur. L'action est émise par une entreprise, l'obligation par l'État ou une collectivité publique.

b. La nature des flux financiers. Les dividendes perçus et la valeur de revente d'une action sont incertains alors que l'intérêt perçu et la valeur de remboursement d'une obligation à taux fixe sont déterminés à l'avance.

c. La nature du marché. Le marché des actions est animé par des investisseurs particuliers alors que le marché des obligations est tenu par les investisseurs institutionnels (établissements bancaires, compagnies d'assurances, sociétés de gestion, caisses de retraite, etc.)

Les produits de taux et les actions ne sont pas soumis aux mêmes influences mais ils ont cependant un point commun : ils n'ont de valeur que si leurs détenteurs pensent percevoir des flux financiers dans le futur. La situation présente n'est que le point de départ de l'analyse.

La réponse a. pour la question 5 peut donc être écartée. Ce sont les révisions des anticipations de profits des entreprises pour les actions et celles concernant l'orientation des taux d'intérêt pour les obligations qui expliquent les évolutions de cours.

Réponses à la question 5

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Les cours des actions dépendent principalement des profits passés et présents réalisés par les firmes.

b. Les cours des actions dépendent principalement des perspectives économiques mondiales.

c. Les cours des obligations dépendent principalement de l'orientation des taux d'intérêt.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Dans un contexte de taux d'intérêt qui baissent, les obligations à taux fixe prennent de la valeur car elles offrent un rendement plus attractif que les nouvelles obligations. Dans le cas contraire, une hausse des taux rend plus intéressante les nouvelles obligations émises. Les prix des titres existants fléchissent. Il existe une relation inverse pour les produits à taux fixe entre l'évolution des taux d'intérêt et leur prix. Si les taux montent, les cours baissent. Si les taux baissent, les cours montent. Cette relation s'applique à tous les produits de taux sans exception mais avec une plus ou moins grande sensibilité selon leurs caractéristiques.

Les cours des actions dépendent des perspectives de profits futurs des entreprises. Les firmes pour lesquelles sont envisagés des bénéfices en hausse voient leur valorisation boursière s'apprécier. Dans un contexte conjoncturel porteur ou en voie d'amélioration, les actions s'apprécient. Les cours se contractent lorsque la demande anticipée pour les biens et les services que les entreprises produisent se tasse. Qu'elles soient cotées en Italie, en Allemagne, au Japon, aux États-Unis ou en France, les firmes sont davantage soumises, au regard de leur taille et de leur internationalisation, aux aléas conjoncturels mondiaux que nationaux.

2. Répondre aux besoins de couverture

Le compartiment à terme des marchés financiers, méconnu mais pourtant très actif (25 milliards de contrats traités par an), offre la possibilité aux intervenants de fixer dès aujourd'hui le prix d'une transaction qui aura lieu dans le futur. Les principaux actifs sous-jacents traités sont les actions, les matières premières, les taux d'intérêt et les devises[13].

Il est ainsi possible pour un trésorier d'une entreprise qui est endettée à taux variable, qui s'approvisionne en matières premières libellées dans des devises différentes et qui vend ses produits à l'international, de se prémunir contre les risques exogènes qui menacent ses

13 Pour une présentation détaillée de ces instruments utilisés dans le cadre d'une couverture du risque de taux d'intérêt ou de change : S. Campart et P. Jimenez (2016), *Risques de taux d'intérêt et de change, identification et stratégies de couverture*, AFNOR Éditions.

Copyright © 2018 EMS Editions.

marges : les fluctuations des prix des matières premières (produits agricoles, métaux, énergies, etc.), les variations de cours des devises et l'évolution des taux d'intérêt. Il est également envisageable pour le détenteur d'un portefeuille obligataire de se prémunir contre le défaut d'un emprunteur ou pour l'investisseur en actions de se couvrir face à un retournement potentiel de marché. Ces instruments entrent aussi dans la composition des supports de placements collectifs souscrits par les épargnants (réplication indicielle, protection ou garantie du capital dans les fonds à formule, effets de levier et prises de position baissière dans les fonds alternatifs, etc.)

Les instruments à terme, encore appelés produits dérivés[14], se distinguent en trois grandes familles : les contrats à terme (*forward*, *futures*[15]), les contrats d'échange (*swaps*) et les contrats optionnels (options, *warrants*[16]).

Les contrats à terme sont des contrats fermes. Deux contreparties s'engagent à acheter ou vendre une quantité déterminée d'un actif sous-jacent à une date prédéterminée et à un prix convenu à l'avance. Ils ont été créés pour répondre à la problématique liée au décalage de prix entre le moment de l'achat et celui de la vente. Dès la fin du XIX^{e} siècle, les industriels britanniques qui achetaient leur coton outre-Atlantique voulaient s'assurer contre les variations de cours depuis le moment du chargement jusqu'à leur débarquement en Grande-Bretagne, trois mois plus tard. En se positionnant sur les contrats à terme, les producteurs peuvent sécuriser le prix de la vente de leur récolte au moment de la mise en production. Ils se protègent ainsi contre une éventuelle baisse et anticipent leurs marges. Ces contrats ne constituent cependant pas un débouché à la marchandise produite. Très peu de livraisons effectives sont réalisées. Les producteurs débouclent leur position en réalisant avant l'échéance

14 Contrat dont la valeur dépend – est dérivée – de l'évolution d'un sous-jacent, qui peut être un actif financier, un produit de base, un indice ou toute variable préalablement déterminée.

15 Le *forward* désigne un contrat négocié *over the counter* (OTC), soit en dehors des marchés réglementés, par opposition au *future* négocié sur un marché organisé.

16 Même si certaines caractéristiques les distinguent (https://www.boursedeparis.fr/centre-d-apprentissage/les-warrants/les-warrants-compares-aux-options), les *warrants* répondent à la même logique financière que les options.

Copyright © 2018 EMS Editions.

l'opération inverse. Ainsi, seule la différence de prix est perçue ou réglée par les parties cocontractantes. Pour le contrat à terme sur l'indice CAC 40 à chaque point d'indice est affectée la valeur de 10 euros. Par exemple, si l'indice CAC 40 atteint à terme 5 500 points, la valeur sur laquelle porte le contrat à terme s'élève à 5 500 x 10 soit 55 000 euros. Si vous disposez d'un portefeuille non éloigné de la composition du CAC 40 d'une valeur de 110 000 euros et que vous souhaitez le protéger contre une éventuelle baisse du marché, il est possible de vous couvrir en vendant deux contrats. Dans ce cas, à l'échéance, si le CAC 40 a effectivement chuté, vous enregistrerez un gain sur les contrats qui compensera la baisse de la valeur de votre portefeuille. *A contrario*, un CAC 40 en hausse entraînera une perte sur les contrats qui effacera le gain réalisé sur le portefeuille.

Les *swaps* sont des contrats d'échange de flux financiers entre deux contreparties, généralement des banques et des institutions financières. Les paiements entre les deux parties peuvent inclure taux d'intérêt (fixe contre variable), devises, matières premières, actions. Ainsi, il est possible par exemple d'échanger, selon un échéancier donné, des intérêts à taux fixe contre des intérêts à taux variable, calculés sur un capital prédéterminé. Il est également envisageable d'échanger la performance d'un portefeuille d'actions européennes contre celle d'un indice américain ou asiatique et de rendre ainsi le fonds éligible au PEA[17]. Une catégorie de *swaps* est devenue célèbre avec la crise de la dette souveraine grecque : le *credit default swap* (CDS). Ce contrat engage le vendeur, en cas de défaut, à rembourser intégralement à l'acheteur le sous-jacent du contrat (une obligation par exemple). Pour obtenir cette garantie, l'acheteur verse une prime périodique durant une période déterminée.

Les contrats optionnels se distinguent des deux familles précédentes de produits par leur caractère conditionnel. Une option confère à son détenteur, le droit – et non l'obligation – d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent à un prix, à une date et pour une quantité, déterminés à l'avance. L'acheteur de l'option paye une prime au vendeur. Le vendeur a l'obligation d'acheter ou de vendre le sous-jacent si le dé-

17 Le PEA (plan d'épargne en actions) est une enveloppe fiscale qui peut accueillir des actions des pays de l'Union Européenne auxquels s'ajoutent la Norvège et l'Islande.

Copyright © 2018 EMS Editions.

tenteur de l'option exerce son droit. Acheteurs et vendeurs ont donc des profils de revenus et de risques asymétriques. L'intérêt de ce type de produit est pour l'acheteur de pouvoir se couvrir tout en profitant d'une éventuelle évolution favorable du prix du sous-jacent car il ne sera pas tenu de dénouer l'opération au prix convenu. Dans le cas du portefeuille à couvrir de 110 000 euros, acheter des options de vente sur l'indice CAC 40 permettra en cas de hausse de l'indice de bénéficier en partie de la valorisation du portefeuille car les options ne seront pas exercées (ce qui n'est pas possible avec les contrats à terme). En cas de baisse du CAC 40, les options seront exercées et le gain réalisé viendra compenser la perte de valeur du portefeuille. Cette stratégie de couverture a cependant un coût non négligeable (la prime versée est définitivement perdue) qui nécessite, pour être rentable, des fluctuations marquées du cours du sous-jacent. Dans le cadre des fonds dits « à formule »[18], ces outils sont extrêmement précieux. En les associant à des portefeuilles d'actions ou d'obligations, toutes les configurations sont envisageables. Les achats et ventes d'options permettent de parier sur des évolutions haussières, baissières mais également d'introduire des seuils de protection du capital ou encore de distribuer les primes perçues sous forme de coupons fixes.

Copyright © 2018 EMS Editions.

18 Un fonds à formule, également appelé produit structuré, est un fonds qui s'engage à atteindre, à l'échéance d'une période déterminée, une performance obtenue par l'application d'une formule de calcul prédéfinie.

Chapitre 3

Une appréciation du risque mal maîtrisée

Copyright © 2018 EMS Editions.

1. Qu'est-ce que le risque ?

Quand un jeune homme demanda à J. Pierpont Morgan (de la banque éponyme) comment allait se comporter le marché des actions, il lui répondit : « Il va fluctuer ».

L'ampleur des fluctuations est au cœur de la communication financière en matière de risque. La diffusion quotidienne de l'évolution des indices boursiers plutôt que de leur niveau participe à ancrer l'idée selon laquelle les marchés actions sont traversés constamment par des vents contraires, que rien n'est acquis et que les baisses effacent les hausses. De cette perception découle la croyance que les marchés boursiers sont des jeux à somme nulle, qu'il y a des perdants et des gagnants comme dans les jeux d'argent et qu'il faut sortir rapidement du marché lorsqu'un gain confortable a été enregistré. Et si vous en doutiez ? Le rappel des principaux krachs boursiers achèvera la démonstration. 1929, chute du Dow Jones[1] de 88 % ; 1987, – 34 % ; 2007, -50 %.

Le principal indicateur utilisé par l'industrie financière pour évaluer le risque est la volatilité. Celle-ci ne mesure pas l'ampleur des variations négatives. Elle apprécie la dispersion[2] des performances autour d'une moyenne exprimée en pourcentage et le plus souvent annualisée. Aussi prend-elle en compte aussi bien les écarts positifs que les écarts négatifs. Un fonds qui affiche une performance moyenne sur cinq ans de 10 % avec une volatilité de 25 % signifie qu'environ dans les deux tiers des cas, la performance annuelle du fonds devrait être comprise entre 10 % – 25 % = -15 % et 10 % + 25 % = +35 %.

Réponse à la question 6

La volatilité est présentée dans les documents de *reporting* remis aux clients ayant souscrit à un produit d'épargne collective. Que traduit cet indicateur ?

1 L'indice *Dow Jones Industrial Average* est l'indice le plus ancien de la bourse de New York. Créé en 1928 avec une base de 100 points, il est composé de 30 valeurs qui appartiennent majoritairement au secteur industriel.

2 La volatilité renvoie à la notion d'écart-type. L'écart-type sert à mesurer la dispersion, ou l'étalement, d'un ensemble de valeurs autour de leur moyenne.

Copyright © 2018 EMS Editions.

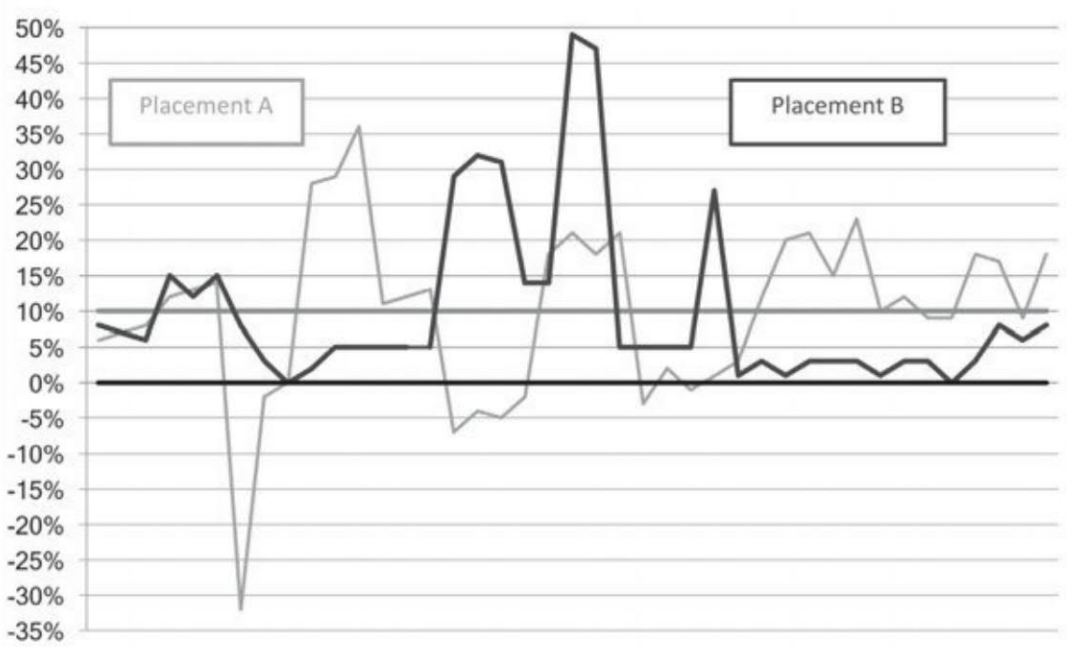
a. La perte maximale pouvant être subie sur l'horizon d'investissement préconisé.

b. La difficulté à vendre au prix du marché.

c. L'écart moyen de performance annuelle.

Le graphique 1 compare les performances annuelles de deux placements qui, sur longue période, affichent le même niveau de volatilité (12 %) et la même performance moyenne (10 %). Il est saisissant de constater que notre perception du risque est très éloignée de la mesure de la volatilité. Le placement B, contrairement au placement A, n'a jamais enregistré sur la période de performance négative, et pourtant, son niveau de risque est jugé similaire. En effet, il peut atteindre des performances très élevées et donc enregistrer des écarts à la moyenne aussi importants que ceux constatés pour le placement A qui évolue de façon plus erratique. La performance moyenne est également identique car le placement B sous-performe les 10 % trois années sur quatre tandis que le placement A surperforme plus d'une année sur deux. En définitive, quel support de placement choisiriez-vous bien que les deux présentent les mêmes caractéristiques ? Assurément le B.

Graphique 1 Comparaison de deux placements qui affichent des performances et des volatilités identiques



Copyright © 2018 EMS Editions.

Le contenu informatif de cet indicateur est donc peu satisfaisant et ne répond pas à la question que se pose légitimement tout investisseur. Quel est le niveau de pertes maximal du produit sur mon horizon de placement ?

L'indicateur statistique qui répond le mieux à cette question est peu connu des épargnants. Il s'agit de la VaR[3]. Cette dernière estime les pertes maximales selon un intervalle de confiance, le plus souvent à 95 %. Ainsi, une VaR de 10 % indique que vous avez 95 % de chance de ne pas voir fondre la valeur de votre portefeuille de plus de 10 % en un an. De façon équivalente, la probabilité que la perte soit supérieure à 10 % est de 5 %. Il est possible de relever l'intervalle de confiance au-delà de 95 %. Même si certaines limites statistiques[4] sont associées à cet indicateur, il correspond, davantage que la volatilité, à l'idée que se fait un investisseur du risque encouru.

D'un côté, des épargnants qui n'ont pas une bonne appréhension du risque lors de la souscription d'un produit de placement ; de l'autre, des conseillers financiers qui éprouvent les plus grandes difficultés à apprécier le profil de risque de leurs clients. Des dispositions réglementaires imposent l'administration de questionnaires, dans lesquels l'investisseur peut annoncer comme objectif de placement la valorisation de son épargne avec un horizon de placement supérieur à 5 ans, connaître parfaitement l'ensemble des produits financiers, déclarer souhaiter investir dans des placements risqués et se voir pourtant attribuer un profil de risque *prudent* ou équilibré. Pourquoi ? Parce qu'il aura répondu ne pas effectuer de multiples transactions dans l'année, aimer prendre ses billets de train à l'avance, n'avoir jamais pratiqué de sports à risques ou encore être à jour dans sa vaccination. Dans ces conditions, rares sont les investisseurs qui affichent un profil *dynamique*, à qui les conseillers peuvent proposer des allocations qui ne soient pas massivement orientées vers les classes d'actifs les moins rémunératrices.

Copyright © 2018 EMS Editions.

3 *Value at risk* ou valeur au risque.

4 En particulier, la loi de probabilité sous-jacente sous-évalue la fréquence et l'ampleur des valeurs extrêmes.

2. S'il n'y a pas de risque, il n'y a pas de rémunération

Dans une lettre de l'observatoire de l'épargne[5], l'AMF a publié les performances historiques et comparées des placements en France. Loin de l'idée reçue selon laquelle l'immobilier parisien serait l'actif le plus performant, sur une période de 25 ans (1988-2013), les actions et les obligations arrivent nettement en tête du classement avec des rentabilités annuelles moyennes respectives de 6,6 %[6] et 6,2 % (une fois l'inflation déduite). Sur la période, cela correspond pour les actions à un capital multiplié par cinq contre un peu moins de trois pour l'immobilier parisien. Ce résultat est étonnamment stable dans le temps. Une précédente étude[7] menée par le Conseil d'analyse économique (CAE) en 2009 avait conclu sensiblement aux mêmes estimations alors que sa période de référence était 1950-2008.

Réponse à la question 7

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. En bourse, il faut des perdants pour qu'il y ait des gagnants.

b. Il faut n'investir en bourse que l'argent dont on n'a pas besoin.

c. Rien ne dépasse la performance de l'immobilier résidentiel sur Paris.

Aucune réponse ne convient à la question 7.

a. Pas besoin que des investisseurs perdent de l'argent pour que d'autres en gagnent. Les performances boursières sont liées à l'activité économique mondiale.

---

5 *Lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF*, n° 6, décembre 2013.

6 La comparaison internationale montre que les marchés des actions de la France, des États-Unis, de l'Allemagne et du Royaume-Uni ont réalisé des performances très voisines sur la période. Ces études de performances comparées et historiques n'intègrent pas les distorsions qui naissent des différences de traitement fiscal des plus-values et des revenus entre les pays, les actifs et les périodes.

7 Rapport du CAE, *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, Olivier Garnier et David Thesmar, La Documentation française, Paris, 2009, p. 51.

Copyright © 2018 EMS Editions.

b. Ne pas investir l'argent dont on aura besoin dans le futur revient à se priver du potentiel de valorisation qu'offrent les marchés boursiers à long terme.

c. L'immobilier résidentiel, même dans une grande capitale, ne suit pas en moyenne le rythme d'appréciation du capital investi en bourse.

Le graphique 2 montre qu'un investissement réalisé dans des obligations américaines en 1988 a été multiplié en 30 ans par 6, celui dans les actions américaines par 19, « seulement » par 10 si les dividendes ne sont pas intégrés. Notre perception de la performance des marchés d'actions est biaisée par la diffusion d'indices qui excluent les dividendes versés et réinvestis. Si de nombreux épargnants savent dire que le CAC 40 a presque atteint les 7 000 points (en septembre 2000), peu savent qu'en intégrant les dividendes, le CAC 40[8] était à l'époque à 9 500 points. Aujourd'hui, à 5 500 points, il semble encore très loin de son plus haut niveau. Pourtant, il flirte avec les 14 000 points une fois les dividendes réinvestis. La perspective est nettement modifiée. Au premier abord, l'intérêt à constituer un portefeuille représentant le S&P 500[9] semble limité par rapport à un investissement obligataire qui assure des revenus stables et réguliers. Mais au premier abord seulement car le S&P 500 avec dividendes réinvestis (S&P 500 *Total Return*), à l'exception d'une courte période début 2009, n'a jamais affiché une performance cumulée inférieure à celle de l'indice obligataire[10].

Il existe une relation quasi linéaire à long terme entre le risque et la performance. Sur les huit dernières années, aux États-Unis, la performance annuelle moyenne oscille entre 0,3 % (avec une volatilité de 0,1 %) pour les titres monétaires et 9,2 % (volatilité de 19,4 %) pour le S&P 500 *Total Return*. Les obligations sont à mi-chemin avec un couple performance/risque de 4,7 % / 3,5 %. Notons que les fon-

8 Par rapport au CAC 40 « classique », le CAC 40 GR (*gross return* ou rendement brut) ajoute le montant des dividendes versés et réinvestis en actions des mêmes sociétés.

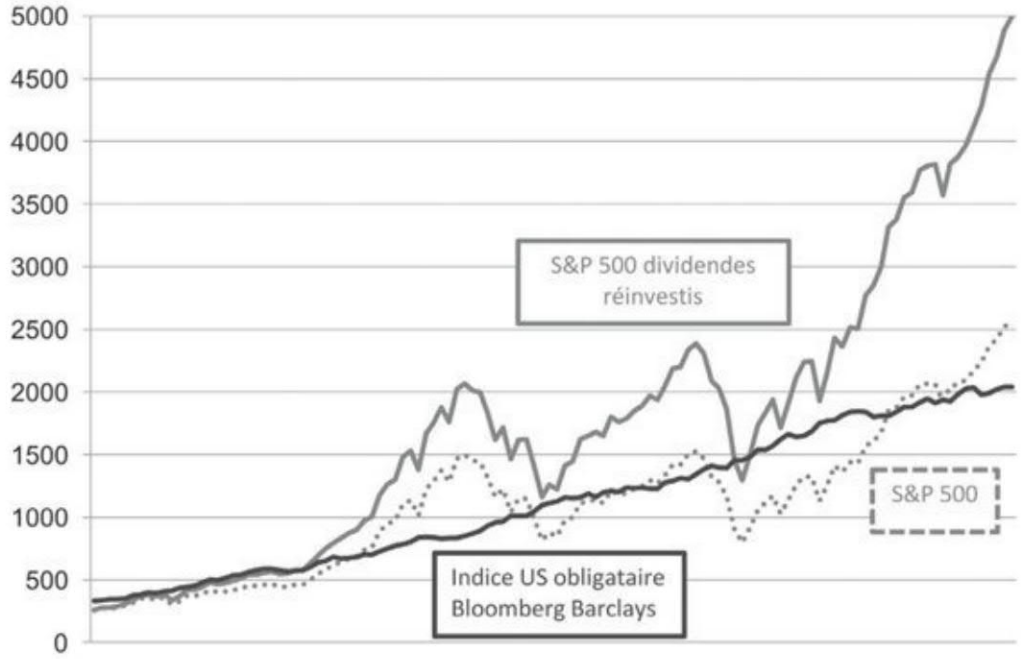
9 Le Standard and Poor's 500 (S&P 500) est un indice représentatif du marché des actions américain. Il a été créé en 1943 avec une base de 10 points. Les 500 valeurs qui le composent pèsent environ 80 % de la capitalisation boursière totale.

10 *Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD.*

Copyright © 2018 EMS Editions.

cières cotées[11], pour un niveau de performance comparable à celui des actions sur la période, affichent une volatilité de 30,4 %.

Graphique 2 Évolution comparée du marché des actions et du marché obligataire aux États-Unis entre 1988 et 2017



Données Bloomberg

Plus les flux financiers sont incertains et plus les exigences de rémunération sont fortes. Les investisseurs révisent constamment la performance attendue de chacun des actifs en fonction de la visibilité dont ils disposent sur l'avenir. Les revenus des actions proviennent de deux sources : les dividendes versés (rendement) et la valeur de revente (plus ou moins-value). Ces flux, par nature incertains car dépendants des bénéfices futurs, rendent les actions particulièrement risquées et difficiles à évaluer.

Le fait marquant en la matière est l'extrême précarité des données à l'aide desquelles nous sommes obligés d'effectuer nos évaluations des rendements escomptés. Notre connaissance des facteurs qui gouverneront le rendement d'un investissement quelques années plus tard est en général très limitée et souvent négligeable. À parler franc, on doit avouer que, pour

11 Sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC).

Copyright © 2018 EMS Editions.

estimer dix ans ou même cinq ans à l'avance le rendement d'un chemin de fer, d'une mine de cuivre, d'une fabrique de textile, d'une marque pharmaceutique, d'un transatlantique ou d'un immeuble à Londres, les données dont on dispose se réduisent à bien peu de choses, parfois à rien.[12]

La volatilité d'une action est générée par deux types d'événements, des informations microéconomiques, spécifiques à l'entreprise (développement d'un nouveau produit, ouverture d'un site de production, pratiques illégales, conflit social, fusion-acquisition, etc.) et des informations macroéconomiques susceptibles d'avoir des répercussions sur l'ensemble d'un secteur ou d'un marché (inflation, endettement, taux directeurs, prix de l'énergie, conflits géopolitiques, élections, etc.). Ainsi, il est possible de décomposer le risque total en un risque spécifique, qui nous le verrons dans le chapitre 5 est diversifiable, et un risque systématique qui constitue la principale force d'entraînement du marché. Le bêta[13] mesure l'exposition d'une action ou d'un fonds au risque systématique de marché. C'est une mesure du risque non diversifiable. Avec un bêta de 1,5 si le marché progresse (chute) de 1 % on peut s'attendre à une hausse (baisse) du titre de 1,5 %. Dans ce cas, l'actif amplifie le mouvement du marché, il est dit offensif. Les valeurs financières et technologiques constituent des exemples de titres offensifs. *A contrario*, lorsque le béta est inférieur à 1, le cours de l'action ou la valeur liquidative du fonds connaît des fluctuations moins marquées que le marché dans son ensemble. L'actif est dit défensif, il atténue les mouvements du marché. Les activités qui répondent à des besoins de première nécessité figurent dans cette catégorie : industrie agroalimentaire, grande distribution, fournisseurs d'énergie, etc. L'idéal serait alors de se positionner dans les phases haussières (dites *bullish*[14]) sur des titres ou des fonds

12 J. M. Keynes (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Livre IV, chap. 12.

13 Le coefficient bêta tient un rôle central dans le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) ou *capital asset pricing model* (CPAM) développé par Sharpe, Treynor, Lintner et Mossin dans les années soixante. Ce modèle définit la rentabilité attendue d'un actif financier comme étant la somme de la rentabilité d'un placement sans risque et d'une prime de risque. Bien que souffrant de nombreuses limites, le MEDAF est encore largement utilisé par les professionnels.

14 Référence au taureau (*bull*) qui charge de bas en haut, à l'aide de ses cornes.

Copyright © 2018 EMS Editions.

dont le bêta est supérieur à 1 et dans les phases baissières (dites *bearish*[15]) sur des titres ou des fonds dont le bêta est inférieur à 1.

Les flux financiers associés à une obligation (intérêts et remboursement du capital) sont beaucoup moins incertains que ceux associés à une action. Pour autant, les obligations et, plus généralement, les produits de taux sont soumis à deux types de risques : le risque de non remboursement du capital et des intérêts en cas de défaut de l'émetteur et le risque de fluctuation des taux d'intérêt dans le cadre du réinvestissement des intérêts perçus et en cas de revente anticipée des titres.

Le risque de non remboursement du capital et des intérêts est principalement apprécié par les agences de notation (mais aussi par les intervenants sur le marché des CDS[16]). Les trois premières mondiales, Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings détiennent 95 % des parts de marché. Les notes de crédit s'échelonnent sur une vingtaine de niveaux. Les dix premiers niveaux de AAA à BBB– ou Baa3 (pour Moody's) intègrent les émetteurs les plus solvables. Cette catégorie dite d'investissement (ou IG pour *Investment Grade*) offre, bien entendu, les perspectives de rémunération les moins élevées pour les investisseurs. Les émetteurs (entreprises, collectivités publiques, États) pour lesquels le risque de défaut est plus important figurent dans la catégorie dite spéculative (ou HY pour *High Yield*). Leur note est comprise entre BB+ ou Ba1 (pour Moody's) et C ou D. La prime de risque ou la rémunération additionnelle que procure ce type d'investissement se mesure en points de base. Une prime de 200 points de base signifie que, sur une même échéance, l'émetteur doit verser un supplément annuel de 2 % par rapport au taux d'intérêt accordé à la meilleure signature disponible sur le marché (les États-Unis pour les emprunts libellés en dollars, l'Allemagne pour ceux libellés en euros). Si le Rwanda emprunte en dollars à échéance 7 ans à un taux de 6,5 % et que les États-Unis pour la même échéance lèvent des fonds à 1,5 %, la prime de risque (l'écart de taux ou *spread*) s'élèvera à 500 points de base[17].

15 Référence à l'ours (*bear*) qui, face à un assaillant, se défend de haut en bas.

16 Évoqués dans la section 2 du chapitre 2.

17 (6,5 % – 1,5 %) x 100.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Le risque de fluctuation des taux d'intérêt dans le cadre du placement des intérêts perçus et en cas de revente anticipée des titres est apprécié par la sensibilité. Celle-ci dépend de l'échéance des obligations et du taux d'intérêt nominal (ou taux de coupon). Si au moment où vous souhaitez vous séparer de vos titres, des obligations mieux rémunérées sont émises, vous devrez accepter une diminution du prix de vos titres afin que le coupon fixe que vous recevez, ramené au prix de cession, procure pour l'acquéreur le rendement actuel du marché (ou taux de rendement actuariel). La baisse de prix dans ce cas sera d'autant plus importante que vous êtes engagé sur le long terme avec cette obligation. Si, de surcroît, elle vous verse de faibles coupons intermédiaires qui pourraient potentiellement être réinvestis aux conditions actuelles plus attractives, la moins-value du titre sera amplifiée. Si aucun produit de taux n'échappe à l'impact négatif sur son cours d'une hausse des taux d'intérêt, l'ampleur de l'effet dépend des deux paramètres évoqués. Un investisseur anticipant une baisse des taux devrait se porter sur des obligations longues à faible taux de coupon. Inversement, un investisseur qui anticipe une hausse des taux aurait intérêt à se positionner sur des obligations courtes à fort taux de coupon. La sensibilité mesure l'impact sur le cours d'une hausse ou d'une baisse des taux d'intérêt de 100 points de base. Si celle-ci s'élève à 8 et que le taux d'intérêt actuel du marché est de 3,5 %, une obligation verra sa valeur chuter de 8 % si les taux passent de 3,5 % à 4,5 %. Cette sensibilité est déduite d'un indicateur très précieux dans la gestion d'un portefeuille obligataire, la duration. La duration agrège l'échéance et la taille des coupons pour informer l'épargnant sur la durée de vie moyenne de son placement compte tenu des sorties de flux intermédiaires. Mieux, si l'investisseur vend son obligation à la duration, il aura été immunisé contre une variation des taux d'intérêt. En effet, la duration est la date à laquelle, en cas de baisse des taux, le manque à gagner sur le réinvestissement des coupons est exactement compensé par la plus-value enregistrée sur le titre. En cas de hausse des taux, la moins-value efface le gain du réinvestissement plus avantageux des coupons. Ainsi, il aura perçu le taux de rendement actuariel annoncé au moment de l'acquisition du titre.

Copyright © 2018 EMS Editions.

La nature des risques évoqués pour les obligations ou fonds obligataires est transposable avec beaucoup moins d'acuité pour les titres de créances ou fonds monétaires. Les échéances courtes de ces supports d'investissement les exposent beaucoup plus faiblement au risque de défaut des émetteurs et aux fluctuations de taux d'intérêt. Les sensibilités des fonds monétaires se situent généralement entre 0 et 0,5.

3. Un risque qui dépend de l'horizon de placement

L'AMF[18] a calculé la performance moyenne de placements diversifiés en actions internationales effectués sur des périodes de 20 ans comprises entre 1988 et 2017 (janvier 1988/janvier 2008, février 1988/février 2008, …, février 1997/février 2017). Il ressort de ces estimations que la rentabilité annuelle moyenne se situe entre 3 % (1989-2009) et 7 % (1988-2008 et 1995-2015).

Réponse à la question 8

Un placement en actions sur une durée de vingt ans rapporte annuellement :

a. Entre –10 % et 15 %.

b. Entre 0 % et 10 %.

c. Entre 3 % et 7 %.

L'horizon de placement joue donc un rôle essentiel dans l'estimation du risque d'un placement. Les graphiques ci-après ont été construits à partir de données trimestrielles. Entre 1989 et 2017, sur toutes les périodes de 4 ans, 8 ans et 16 ans[19], ont été calculées la performance annuelle moyenne du CAC 40 avec dividendes réinvestis et la volatilité sur la période. Il apparaît nettement que l'allongement de la durée de placement ne modifie pas significativement la perfor-

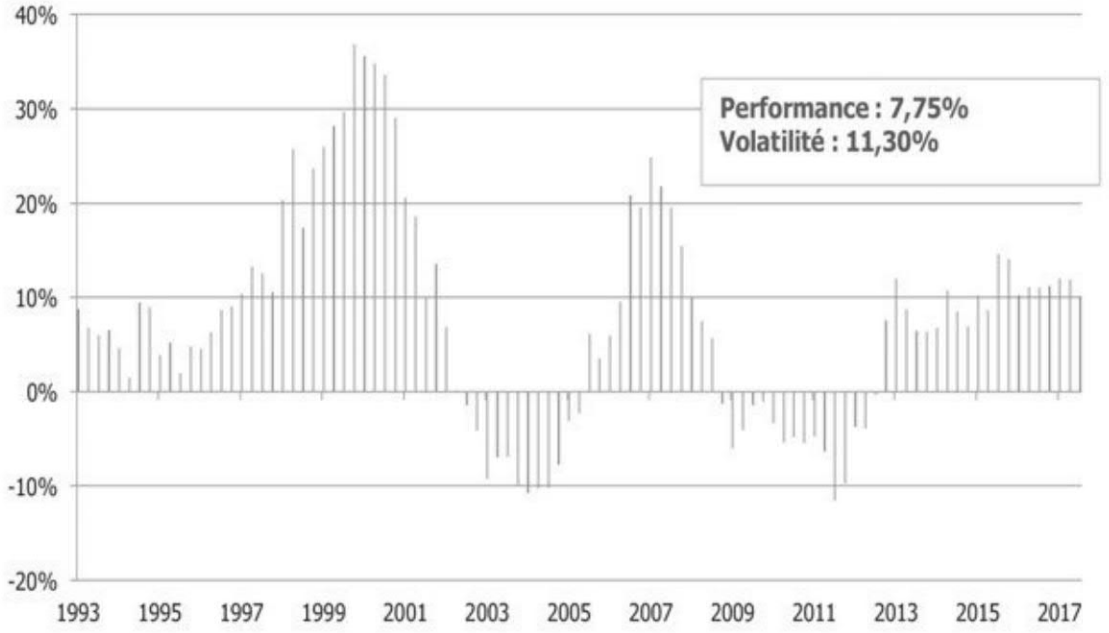
18 *Lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF*, n° 24, juillet 2017.

19 À partir de données trimestrielles, entre 1988 et 2017, 52 périodes de 16 ans sont recensées (janvier 1989/janvier 2005, avril 1989/avril 2005, …, octobre 2001/octobre 2017), 84 périodes de 8 ans et 100 périodes de 4 ans.

Copyright © 2018 EMS Editions.

mance moyenne annuelle du marché. Celle-ci se situe entre 6,37 % et 7,75 %. Par contre, le nombre de périodes d'investissement dont les performances sont en territoire négatif et le niveau des pertes constatées diminuent nettement en fonction de la durée jusqu'à s'effacer complètement sur un horizon de placement de 16 ans.

Graphique 3 Performance annuelle moyenne du CAC 40 avec dividendes réinvestis sur un horizon de placement de 4 ans entre 1989 et 2017

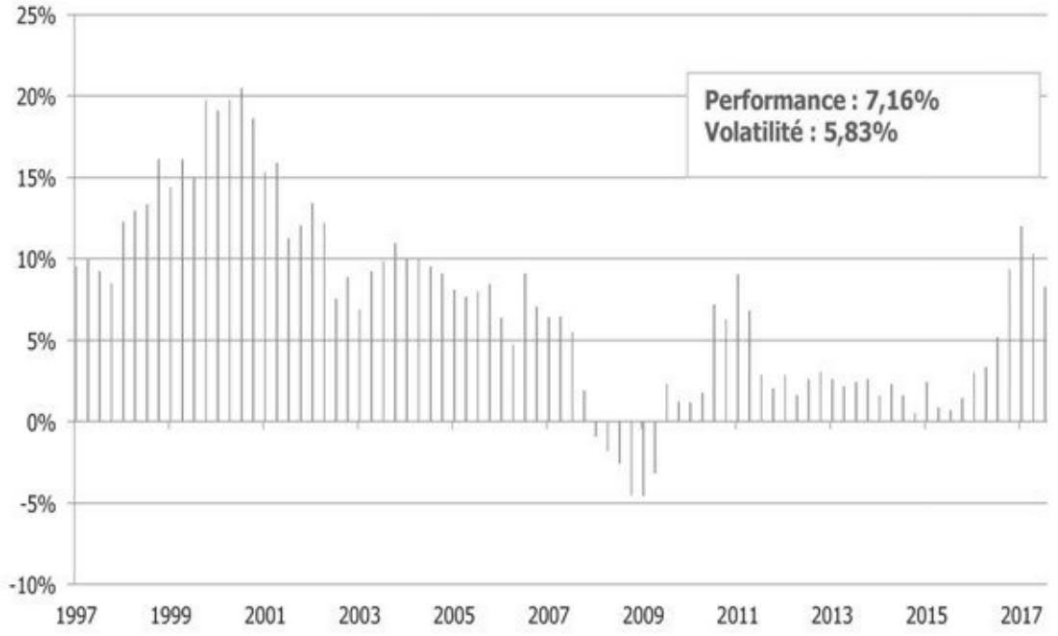


Données Bloomberg

À un horizon de 4 ans, la volatilité atteint 11,30 %, un chiffre encore suffisamment élevé pour faire craindre à un épargnant une perte en capital substantielle. En effet, l'investisseur entré sur le marché entre octobre 1998 et juin 2001 et qui en est ressorti quatre ans plus tard aura enregistré une performance de son portefeuille d'actions négative pouvant atteindre jusqu'à 10 % par an. La seconde période qu'il fallait éviter est encore plus longue. Elle s'étend de janvier 2005 à octobre 2008 avec un record négatif à –11,5 % par an pour un investissement réalisé en septembre 2007.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Graphique 4 Performance annuelle moyenne du CAC 40 avec dividendes réinvestis sur un horizon de placement de 8 ans entre 1989 et 2017

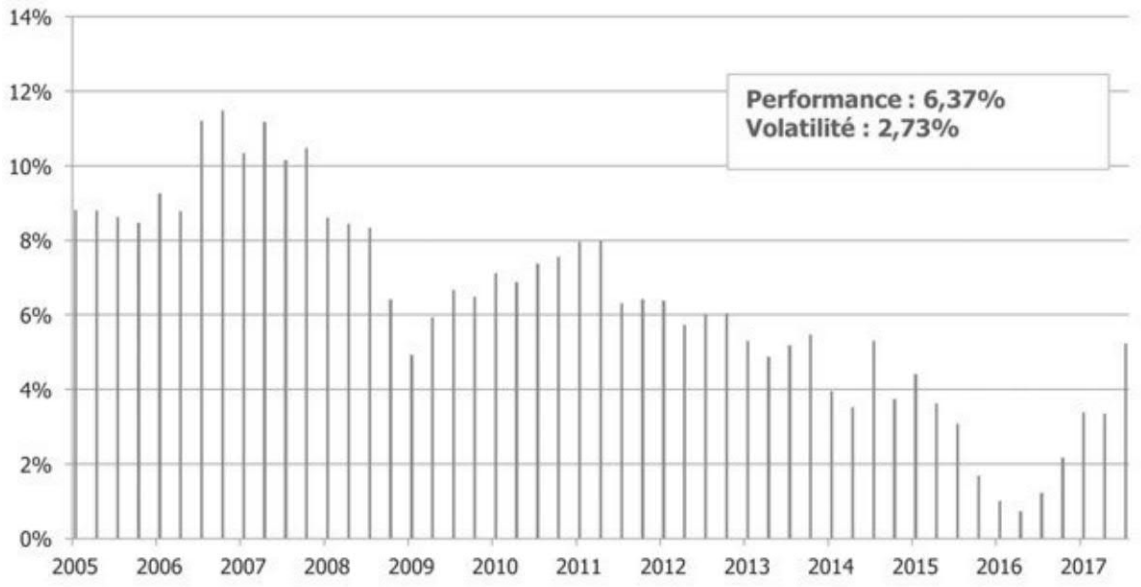


Données Bloomberg

Sur 8 ans, un horizon non éloigné de la durée de détention moyenne d'un bien immobilier (hors résidence principale) et qui correspond à la période qui optimise les avantages fiscaux d'un contrat d'assurance-vie, la performance d'un portefeuille d'actions indexé sur le CAC 40 est nettement moins chaotique. La volatilité est divisée quasiment par deux, à 5,83 %. Elle converge vers celle des obligations. Une seule période, et nettement plus courte que pour un horizon de placement à 4 ans, était à éviter, celle comprise entre avril 2000 et juillet 2001 pour un niveau de pertes annuelles limité à 4,5 %. Mieux, si vous aviez la malchance d'entrer sur le marché au plus mauvais moment en avril 2000 mais que vous aviez la sagesse d'étaler votre investissement sur 12 trimestres (par exemple 1 000 euros chaque trimestre), vous ressortiez avec une performance positive de 0,87 % par an en ayant traversé le pire scénario boursier des soixante-dix dernières années, investir avant l'éclatement de la bulle technologique (septembre 2000) et ressortir majoritairement après la faillite de Lehman Brothers (septembre 2008).

Copyright © 2018 EMS Editions.

Graphique 5 Performance annuelle moyenne du CAC 40 avec dividendes réinvestis sur un horizon de placement de 16 ans entre 1989 et 2017



Données Bloomberg

Sur un horizon de 16 ans, la performance annuelle moyenne n'est jamais négative sur la période considérée. La pire des situations était de placer la totalité du montant à investir en une seule fois en juillet 2000. Vous obteniez dans ce cas une performance annuelle par an de 0,73 % contre 6,37 % en moyenne sur la période. La volatilité s'élève à 2,73 %. Elle est 5 à 10 fois inférieure aux volatilités annuelles ou annualisées mentionnées dans les fiches de *reporting* des SICAV ou FCP « actions ». Sur des durées aussi longues, il n'existe guère de différence entre les actions et les autres classes d'actifs en matière de risque. Ce résultat fait écho au sentiment de nombreux conseillers financiers, toujours surpris de constater le niveau des plus-values latentes sur des portefeuilles dormants depuis parfois plusieurs décennies. Plus l'horizon est lointain, plus la performance des portefeuilles convergera vers la moyenne de long terme (entre 6 % et 8 % pour le CAC 40). À ce niveau de rentabilité, un capital de 10 000 euros investi aujourd'hui pourrait être multiplié par 4 d'ici 20 ans.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Même si nous venons de constater qu'un horizon minimum de 8 ans avec des investissements réguliers et étalés dans le temps semble être la solution qui procure le plus de sérénité, permettant une quasi-immunisation du portefeuille contre les aléas des marchés, la durée préconisée habituellement pour un placement en actions est de 5 ans. Pour un produit obligataire, cette recommandation est ramenée à trois ans. Ainsi, la bonne réponse à la question 9 était la b.

Réponse à la question 9

Les durées de détention couramment préconisées pour les obligations et les actions sont respectivement de :

a. 3 mois et 3 ans.

b. 3 ans et 5 ans.

c. 7 ans et 3 ans.

L'influence de l'horizon de placement étant démontrée, nous pouvons répondre à la dixième question. Aucun placement ne permet en effet de conjuguer faible risque, performance élevée et haut degré de liquidité (réponse c). C'est une impossible trinité. Si la performance des actifs immobiliers ou de la pierre papier[20] est parfois attractive, elle n'est pas sans risque et elle se fait au détriment de la liquidité du placement. Quant aux produits à capital garanti indexés sur des indices boursiers, les souscripteurs renoncent à une part de performance qui va dépendre du niveau des taux d'intérêt et de la volatilité des indices. Malheureusement pour les épargnants, c'est dans les contextes de forte volatilité (primes élevées des contrats optionnels) et de faibles taux d'intérêt (contexte de dépression économique) que ces produits vont se révéler être moins attractifs en termes de performance, de risque et de liquidité.

Copyright © 2018 EMS Editions.

20 La pierre papier désigne les investissements réalisés dans l'immobilier à travers l'achat de parts d'organismes de placement collectif et d'actions de sociétés immobilières. Trois types de produits sont proposés aux épargnants : les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), les sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) et les organismes de placement collectif en immobilier (OPCI).

Réponse à la question 10

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Les produits à capital garanti indexés sur des indices boursiers permettent de bénéficier de la performance des marchés d'actions sans en supporter le risque.

b. L'horizon de placement a peu d'influence sur le risque de perte que le détenteur d'un produit boursier supporte.

c. Aucun placement, financier ou non, ne permet de conjuguer faible risque, performance élevée et haut degré de liquidité.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Chapitre 4

Des marchés boursiers guidés par les anticipations

Copyright © 2018 EMS Editions.

1. L'avenir et la surprise

> *Ove Levin se connecta à sa banque en ligne et consulta son portefeuille d'actions, ce qui l'aida à se détendre un peu. Du moins dans un premier temps. C'était un bon jour pour les marchés : Nasdaq[1] et Dow Jones étaient montés la veille au soir et l'indice de la Bourse de Stockholm[2] gagnait 1,1 pour cent. Le dollar, sur lequel il avait pris de grosses positions, était monté et, d'après la dernière mise à jour, à la seconde, la valeur de son portefeuille s'élevait à 12 161 389 couronnes. Pas mal pour un mec qui se coltinait autrefois les chiens écrasés dans l'édition du matin d'Expressen. Douze millions, plus l'appartement à Villastaden et la maison à Cannes ! Qu'ils écrivent ce qu'ils veulent sur leurs blogs minables. Il n'avait rien à se reprocher. Puis il vérifia de nouveau la valeur. 12 149 101. Merde, c'était en train de baisser ? 12 131 737. Il grimaça. La Bourse n'avait pourtant aucune raison de fléchir. Les chiffres de l'emploi étaient bons. Il prit quasiment la baisse comme une attaque personnelle, ce qui le ramena inévitablement vers Millénium.*[3]

La Bourse a certainement une raison de fléchir mais Ove Levin ne regarde pas les bonnes statistiques. Le taux de chômage est un indicateur retardé de croissance et de profits, les emplois étant supprimés une fois la contraction de l'activité constatée. Les marchés financiers sont par essence tournés vers l'avenir, les chiffres de l'emploi ont donc peu d'intérêt, sauf s'ils constituent une vraie surprise. Les investisseurs sur les marchés des actions vont être particulièrement attentifs à la publication d'enquêtes (telles celles réalisées auprès des dirigeants d'entreprises ou des consommateurs) qui renseignent sur la dégradation ou l'amélioration de la conjoncture tandis que les intervenants sur les marchés de taux seront davantage focalisés sur

1 Le Nasdaq (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) a été créé en 1971 avec une base de 1 000 points. Il est représentatif de l'évolution des valeurs technologiques américaines.

2 L'indice phare de la bourse de Stockholm est l'OMX 30. Créé en 1986 avec une base de 125 points, il regroupe les 30 premières capitalisations suédoises.

3 D. Lagercrantz, *Millénium 4, Ce qui ne me tue pas*, Actes Sud, p. 213.

Copyright © 2018 EMS Editions.

les orientations de politique monétaire (en fonction des objectifs d'inflation des banques centrales).

Réponse à la question 11

Parmi les trois statistiques économiques suivantes, quelle est celle qui a le plus d'importance pour comprendre l'évolution des cours des actions :

a. Le taux de chômage.

b. L'inflation anticipée.

c. Le climat des affaires.

Réponse à la question 12

Parmi les trois statistiques économiques suivantes, quelle est celle qui a le plus d'importance pour comprendre l'évolution des cours des obligations :

a. Le taux de chômage.

b. L'inflation anticipée.

c. Le climat des affaires.

La seconde erreur d'Ove Levin est de penser que la situation économique en Suède est le bon périmètre d'observation pour comprendre la hausse des profits futurs des 30 premières capitalisations de la bourse de Stockholm. Le laboratoire pharmaceutique AstraZeneca, le constructeur automobile Volvo ou encore le groupe d'électroménager Electrolux réalisent l'essentiel de leur chiffre d'affaires en dehors des frontières suédoises. Les investisseurs vont donc se concentrer sur la demande anticipée à l'échelle mondiale. Aussi les grands indices mondiaux évoluent-ils généralement dans le même sens alors que les cycles économiques régionaux peuvent être déphasés. Rares sont les séances où l'OMX 30, le CAC 40, le S&P 500 ou encore le Nikkei évoluent indépendamment les uns des autres. Les décisions des banques centrales sont également interdépendantes.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Les décisions de relèvement des taux de la Fed[4] ont des répercussions sur le couple performance/risque des obligations américaines et entraînent, du fait de la mobilité des capitaux, des réallocations de portefeuille à l'échelle internationale.

Enfin, Ove Levin fait l'hypothèse qu'un chiffre du chômage qui recule est une bonne nouvelle. Or, les cours actuels des actions intègrent les perspectives de profits futurs des entreprises, et les cours des obligations, la capacité des emprunteurs à faire face à leur endettement ainsi que l'évolution attendue des taux directeurs. Les bonnes ou mauvaises nouvelles ne peuvent s'apprécier qu'en termes relatifs. Seule la surprise, la différence entre la statistique publiée et estimée, fait évoluer significativement les cours. La réponse c. à la question 13 est donc juste. La réponse b. l'est également car la force d'entraînement du marché liée aux anticipations de conjoncture économique mondiale est un moteur plus puissant que les événements spécifiques à l'entreprise cotée.

Réponses à la question 13

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. La publication par un groupe coté d'un bénéfice en nette augmentation s'accompagne nécessairement d'une évolution à la hausse du cours de son action.

b. Un groupe coté peut n'annoncer que des bonnes nouvelles et voire néanmoins le cours de ses actions baisser.

c. Les informations publiées par les sociétés cotées ne font évoluer leur cours de bourse que dans le cas où elles n'ont pas été préalablement anticipées par les investisseurs.

Pour comprendre les fluctuations boursières, il faut donc connaître les anticipations moyennes. Les terminaux dans les salles des marchés procurent cette information aux investisseurs. Des moniteurs de surprises économiques permettent graphiquement d'illustrer le lien entre les évolutions boursières et le contenu non anticipé des

4 La Fed (*Federal Reserve*) est la banque centrale des États-Unis.

Copyright © 2018 EMS Editions.

chiffres rendus publics. L'adage boursier « acheter la rumeur, vendre la nouvelle » n'est donc pas dénué de sens même si on devrait lui préférer « acheter l'anticipation et vendre la réalisation ». Les deux autres adages de la question 14 sont également justes mais ils ne sont pas tous les deux déclinés en principes d'investissement avec la même rigueur.

Réponses à la question 14

Lequel (lesquels) de ces adages vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Acheter la rumeur, vendre la nouvelle.

b. Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel.

c. Mieux vaut se couper la main que le bras.

Les arbres ne montent certes pas jusqu'au ciel, mais la vente des titres qui s'apprécient, au motif qu'ils ont déjà pris 20 % ou 25 % ou qu'ils ont franchi leur plus haut niveau historique, génère une fuite de performance préjudiciable pour les investisseurs. *A contrario*, savoir couper une ligne lorsque celle-ci dévisse fortement (« mieux vaut se couper la main que le bras ») permettra de réallouer le capital sauvegardé sur des titres peut-être plus prometteurs. Des solutions existent parmi les types d'ordres de bourse disponibles pour accompagner les mouvements haussiers et couper les lignes baissières, il s'agit des ordres à seuil de déclenchement. Prenons l'exemple d'une action acquise à un cours de 40 euros. Vous pouvez décider que vous la céderez si elle franchit à la baisse 34 euros (– 15 %). Tant qu'elle évoluera au-dessus de 34, vous la conserverez. Dans le cas contraire, elle sera vendue et vous ne serez pas contraint de vous répéter en boucle « qui n'a pas vendu n'a pas perdu » en voyant défiler les profondeurs abyssales (– 30 %, – 40 %, – 50 %, etc.). Par bonheur, quelques mois plus tard, après de multiples soubresauts, votre action n'a jamais franchi les 34 euros et cote 50 euros (+25 %). Vous êtes alors tenté de « prendre vos gains ». Une fois encore un ordre à seuil de déclenchement à 48 euros vous permettra de conserver le titre tant qu'il n'aura pas franchi à la baisse le seuil. Si c'est le cas, vous regretterez peut-être de ne pas avoir suivi votre intuition. Mais si l'action poursuit sur sa tendance et atteint 55 euros, vous pourrez

Copyright © 2018 EMS Editions.

alors annuler votre ordre et le repositionner à 53 euros afin de continuer à accompagner le mouvement haussier. Le problème du ciel, c'est qu'on ne sait pas à quelle distance du sol il se situe, alors autant réaliser l'ascension bien cordé. Les dix titres qui ont enregistré les plus fortes hausses ces dix dernières années aux États-Unis ont vu leur cours progresser de 1 600 % à 7 000 %. Il aurait été dommage de se satisfaire de 30 % ou 50 % de plus-value.

2. Les indicateurs avancés

L'objectif des investisseurs est de ne pas subir les événements qui sont susceptibles d'avoir un impact sur la valorisation de leurs actifs et, si possible, d'en tirer profit. Il était ainsi préférable de se désengager des instruments financiers libellés en livres sterling, de couvrir ses positions ou même d'être vendeur à terme, avant les résultats du référendum britannique sur l'Union Européenne. Il est également conseillé de ne pas attendre le relèvement effectif des taux d'intérêt directeurs avant de diminuer la sensibilité de son portefeuille obligataire. De même, les investissements en actions doivent s'opérer avant que la croissance économique soit installée. La communauté financière est donc particulièrement attentive à tous les résultats d'enquêtes permettant d'avoir une vision avancée de la conjoncture économique. Les sondages réalisés avant les élections sont des données qui nous sont familières. Il en existe beaucoup d'autres, publiés fréquemment et régulièrement, qui affichent un historique permettant de valider leur capacité prédictive. Tous les acteurs économiques sont interrogés (dirigeants d'entreprises, consommateurs, banquiers, etc.) afin de disposer de la vue la plus panoramique et la plus précise possible.

L'indice PMI[5] de l'ISM[6] reflète l'évolution de l'opinion des directeurs d'achat des entreprises manufacturières américaines. Pourquoi les directeurs d'achats ? Parce que leur fonction nécessite au sein des entreprises d'être parfaitement informés du niveau du carnet de commandes et de la mise en production. Ils disposent ainsi d'une

5 *Purchasing Managers' Index.*
6 *Institute for Supply Management.*

Copyright © 2018 EMS Editions.

vision avancée des ventes à venir. L'enquête est publiée le premier jour ouvré de chaque mois. Elle comprend plusieurs composantes : nouvelles commandes, production, emploi, prix, stocks, etc. L'indice se calcule selon la formule suivante : pourcentage des réponses positives + 0,5 x pourcentage des réponses neutres. Une valeur supérieure à 50 points indique en général une expansion du secteur manufacturier. L'évolution de l'indice PMI reflète fidèlement l'évolution de la croissance du PIB en glissement annuel. Au cours des dernières décennies, toutes les récessions économiques américaines ont été associées à de fortes baisses de l'indice PMI. Un indice PMI en hausse ou plus fort que prévu constitue généralement un soutien pour le dollar américain et pour le marché des actions. Toutefois, si la hausse est trop forte, elle peut générer un risque inflationniste et faire craindre un resserrement monétaire (hausse des taux directeurs) qui pèsera sur la croissance future. Il est aujourd'hui possible de relever les indices PMI de toutes les grandes économies mondiales en distinguant le secteur manufacturier et les services. L'indice PMI de la zone euro est calculé depuis 1999 à partir d'enquêtes nationales dans le secteur manufacturier conduites par *IHS Markit*. Une semaine avant la fin du mois, l'indice *Flash Eurozone Manufacturing PMI* est diffusé à partir d'un pourcentage approximatif de 85 % à 90 % du nombre définitif des réponses de l'enquête PMI.

Les indices de climat des affaires[7] sont également très suivis. Le plus connu en Europe est l'indice allemand (ifo[8]). Il reflète l'opinion des décideurs des secteurs manufacturiers, de la construction, des ventes au détail et des ventes en gros. Les sondés caractérisent la situation actuelle et leurs anticipations pour les six mois à venir. L'indice[9] est très bien corrélé à l'activité économique allemande ainsi qu'à celle de l'Europe. Sa capacité prédictive est estimée à trois mois. À six mois, l'indice ZEW[10] lui est préféré. Il traduit l'opinion de la communauté financière allemande (analystes financiers, investisseurs institutionnels, banquiers, assureurs) et se calcule en faisant la différence entre

7 L'indice de climat des affaires pour la France est construit par l'INSEE (Institut national de la statistique et des études économiques). Sa moyenne de long terme est 100.

8 *Information und Forschung.*

9 Base 100 en 2005.

10 *Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.*

Copyright © 2018 EMS Editions.

la proportion des optimistes et celle des pessimistes. Au Japon, l'enquête trimestrielle Tankan réalisée par la banque centrale est toujours très commentée, en particulier le volet concernant le sentiment des entreprises sur leur activité[11].

La consommation des ménages est la principale composante du produit intérieur brut (PIB[12]) dans les économies matures. Les consommateurs qui perdent confiance en l'avenir sont susceptibles d'épargner davantage pour faire face aux difficultés attendues et d'entraîner ainsi l'économie dans une phase de récession. L'indice américain de l'Université du Michigan est publié avec une fréquence mensuelle. Un échantillon représentatif d'environ 500 hommes et femmes adultes est interrogé par téléphone sur l'ensemble du territoire. Cinq questions sont posées.

1. *Comparativement à l'an passé, jugez-vous votre situation financière actuelle (et celle de votre famille) meilleure ou moins bonne ?*
2. *D'ici un an, pensez-vous que votre situation (et celle de votre famille) sera meilleure, moins bonne ou inchangée ?*
3. *Au regard de la conjoncture actuelle, pensez-vous que, dans les douze mois à venir, la situation économique du pays sera bonne ou mauvaise ?*
4. *Pensez-vous que, dans l'ensemble du pays, nous allons connaître durant les cinq années à venir, une bonne situation de façon continue ou que nous allons traverser des périodes de chômage ou de dépression ?*
5. *Concernant les achats importants pour la maison (mobilier, réfrigérateur, télévision, etc.), pensez-vous que la période actuelle est bien adaptée (ou non) à de telles dépenses ?*

Copyright © 2018 EMS Editions.

11 Les valeurs positives indiquent une amélioration des conditions.

12 Le produit intérieur brut (PIB) mesure la valeur de marché des biens et services produits au sein d'une économie au cours d'une période donnée.

Un indice de sentiment[13] en hausse annonce une progression des ventes de détail. Afin de réaliser des comparaisons internationales, l'OCDE[14] publie un indice de confiance[15] fondé sur les prévisions d'achats de biens durables et sur la situation économique actuelle et anticipée des ménages.

Une phase d'expansion économique implique des dirigeants optimistes et des consommateurs confiants mais également des établissements financiers en mesure d'accompagner les projets d'investissement et de consommation. Le panel des indicateurs avancés de conjoncture est ainsi complété par les enquêtes sur la distribution du crédit bancaire. Les enquêtes sont réalisées sur une base trimestrielle par la Fed[16] depuis 1964 et par la BCE[17] en zone euro depuis 2003. Dans les deux cas, l'enquête porte sur les crédits accordés aux entreprises et sur les prêts (au logement et à la consommation) accordés aux ménages. Pour la Réserve fédérale, il s'agit de la *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practice*. Pour la zone euro, il s'agit de la *Bank Lending Survey*[18]. La demande de crédits des entreprises et des ménages est étroitement liée au niveau actuel de l'activité économique. En revanche, les conditions de l'offre de crédit donnent des indications quant à l'évolution future de l'activité. Plusieurs facteurs peuvent contribuer au durcissement des critères d'octroi des crédits : les coûts liés aux fonds propres des banques, la concurrence exercée par les autres banques et les perspectives liées à l'activité économique globale.

Parmi les propositions de réponse à la question 15, la confiance ou le sentiment des consommateurs constitue un indicateur avancé de conjoncture. Le CAC 40 l'est également puisque les cours des titres qui le composent incorporent l'ensemble des anticipations des investisseurs. Seule la production industrielle ne fournit donc pas d'information quant à l'évolution de l'activité future.

Copyright © 2018 EMS Editions.

13 Base 100 en 1966. Données disponibles sur : https://data.sca.isr.umich.edu/fetchdoc.php?docid=24770.

14 Organisation de coopération et de développement économiques.

15 Sa moyenne de long terme est 100. Données disponibles sur : https://data.oecd.org/fr/.

16 *Federal reserve*, banque centrale des États-Unis.

17 Banque Centrale Européenne.

18 http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html.

Réponse à la question 15

Lequel de ces indicateurs n'est pas un indicateur avancé de conjoncture économique ?

a. La confiance des consommateurs.

b. Le CAC 40.

c. La production industrielle.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Chapitre 5

Les bienfaits de la diversification

Copyright © 2018 EMS Editions.

1. Ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier

Qui n'a pas entendu le plus célèbre des proverbes boursiers : « Il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier » ? L'image est efficace mais elle mérite d'être complétée. Imaginons que le panier est l'un des deux soufflets d'une sacoche à vélo et que votre objectif soit de ne casser sur le trajet du retour aucun des œufs qui vous ont été vendus en vrac sur le marché. L'une des solutions pourrait consister à les séparer mais si vous tombez, au moins trois œufs seront cassés et rien ne dit que les trois autres situés du bon côté résistent au choc. Ne serait-il pas plus opportun de caler les œufs avec une laitue, des tomates, du pain ? Et si vous croisez votre voisin à pieds, ne pourriez-vous pas le soulager de ses pommes et lui confier le transport de quelques œufs. Dans ce cas, non seulement vous diversifiez votre alimentation et êtes moins dépendants des œufs mais vous avez également très significativement réduit le risque d'une omelette improvisée dans la sacoche de votre vélo. En agrégeant des actifs, qui parce qu'ils ne présentent pas les mêmes propriétés, se complètent, se protègent, et en échelonnant les investissements dans le temps (pour limiter l'impact d'une prise de position la veille d'un krach), vous améliorez significativement la performance et/ou la sécurité de votre patrimoine.

Constituer un portefeuille de deux actifs, l'un évoluant dans le sens opposé de l'autre, donne l'illusion de renoncer à la performance de celui qui évolue positivement. Mais c'est une illusion de court terme. À long terme, on percevra la moyenne des performances des deux actifs. Le principal frein à la mise en place de cette stratégie est l'excès de confiance, un facteur émotionnel clairement identifié par les théoriciens de la finance comportementale. Les investisseurs ont tendance à penser qu'ils sont en mesure de passer d'un actif haussier à un autre et de réaliser ainsi une performance supérieure à celle des deux actifs sur le long terme. Ils croient en leur capacité d'être dans le bon *market timing*[1]. La diversification se heurte également à la

1 Le *market timing* vise à étudier l'évolution d'un marché, ou d'un actif, pour déterminer à quel moment l'opérateur de marché ou l'investisseur doit intervenir.

Copyright © 2018 EMS Editions.

comptabilité mentale[2] des investisseurs. Chaque placement est ainsi considéré individuellement et non globalement et engendre une analyse cloisonnée et parcellaire. L'investisseur raisonne ligne par ligne, support par support, plutôt que de considérer son patrimoine comme un ensemble d'actifs en interaction (approche holistique).

Dès les années cinquante, Harry Markowitz théorise la problématique de la diversification en fondant son analyse sur la corrélation, le lien statistique qui existe entre les évolutions des actifs. Lorsque deux actifs sont caractérisés par des fluctuations comparables, ils affichent un fort niveau de corrélation. À l'inverse, ils sont décorrélés. Enfin, si les mouvements sont liés mais dans des directions de sens opposé, les éléments sont anti-corrélés. Harry Markowitz montre alors qu'il est possible de diminuer le risque en combinant des éléments non-corrélés ou anti-corrélés. Prenez deux actifs, l'un affiche une performance de 15 % par an avec une volatilité de 30 % et l'autre 5 % avec une volatilité de 26 %. Si vous constituez un portefeuille composé en proportion égale de ces deux actifs et qu'ils sont parfaitement anti-corrélés, la combinaison vous permettra d'enregistrer une performance moyenne de 10 % en supportant un risque limité à 2 %. Ce résultat fondateur devrait constituer la base de toute préconisation de placement. En calculant les niveaux de corrélation de tous les actifs qui composent le patrimoine, il est ainsi possible d'optimiser le couple performance/risque. En se privant d'intégrer des produits boursiers et en se concentrant sur l'immobilier, les épargnants renoncent non seulement à la performance à long terme que les titres financiers procurent mais ils exposent également leur patrimoine à un risque accru.

2. Les allocations optimales

À partir des données de la question 16, il est possible de déduire que les produits de placement 1 et 3 sont anti-corrélés car ils évoluent en sens contraire. Dans un environnement conjoncturel favorable, le produit 1 enregistre une performance positive (+ 50 %) tandis que le

2 Argument développé par Richard H. Thaler, prix Nobel d'économie 2017. Le compte mental « impôts » est certainement le plus ancré parmi les investisseurs individuels.

Copyright © 2018 EMS Editions.

produit 3 subit une baisse (– 5 %). Les rôles sont inversés dans un contexte économique défavorable. Les actions pourraient être apparentées à ce produit 1, les obligations souveraines[3] au produit 2. En effet, dans un contexte économique favorable, les perspectives de profits et donc de dividendes augmentent, les actions prennent de la valeur. Dans le même temps, les obligations souveraines sont délaissées et elles peuvent de surcroît pâtir de taux d'intérêt en hausse. Au contraire, dans un contexte défavorable, la « fuite vers la qualité » et les taux d'intérêt en baisse profitent aux obligations souveraines. Le produit de placement 2 est sans risque car quel que soit l'état de la conjoncture il procure une performance constante de 4 %. Il pourrait être assimilé à un livret réglementé.

La réponse à la question 16 est le produit 3 souscrit isolément. Dans ce cas, il est possible de perdre 10 % dans 50 % des cas. On note que l'anti-corrélation des actifs 1 et 3 les immunise contre une éventuelle perte.

Réponse à la question 16

Considérons deux contextes économiques, l'un favorable, l'autre défavorable. L'un et l'autre ne peuvent être anticipés mais nous savons qu'ils surviennent avec une probabilité de 50 %. L'investissement dans le produit 1 rapporte 32 % lorsque la conjoncture est favorable, – 15 % dans un contexte défavorable. Le produit 2 rapporte 4 % quel que soit l'état de la conjoncture. Le produit 3 affiche une performance de – 10 % dans un contexte favorable et + 25 % dans un contexte défavorable.

Produit de placement 1 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	32
Défavorable	50	-15

3 Émises par l'État.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Produit de placement 2 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	4
Défavorable	50	4

Produit de placement 3 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	-10
Défavorable	50	25

Quel(le) est, selon vous, le produit (ou la combinaison de produits) le (la) plus risqué(e) ?

a. Produit 3.

b. Produits 1, 2 et 3 répartis également (33 % chacun).

c. Produits 1 et 3 répartis également (50 % chacun).

La performance moyenne du produit 1 est la plus élevée. Elle s'établit à : 50 % x 32 % + 50 % x – 15 % = 8,5 %. La combinaison des produits 2 et 3 génère en moyenne 5,8 %. L'association des trois produits de placements procure 6,7 %.

Réponse à la question 17

Produit de placement 1 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	32
Défavorable	50	-15

Copyright © 2018 EMS Editions.

Produit de placement 2 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	4
Défavorable	50	4

Produit de placement 3 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	-10
Défavorable	50	25

Quel(le) est, selon vous, le produit (ou la combinaison de produits) le (la) plus performant(e) ?

a. Produit 1.

b. Produits 1, 2 et 3 répartis également (33 % chacun).

c. Produits 2 et 3 répartis également (50 % chacun).

Le placement 2 est le moins performant (4 %). La combinaison de ce support avec l'un des deux autres proposés améliore significativement la rentabilité. Les produits 1 et 2 combinés rapportent en moyenne 6,3 % contre 5,8 % pour l'association des produits 2 et 3.

Réponse à la question 18

Produit de placement 1 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	32
Défavorable	50	-15

Copyright © 2018 EMS Editions.

Produit de placement 2 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	4
Défavorable	50	4

Produit de placement 3 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	-10
Défavorable	50	25

Quel(le) est, selon vous, le produit (ou la combinaison de produits) le (la) moins performant(e) ?

a. Produit 2.

b. Produits 1 et 2 répartis également (50 % chacun).

c. Produits 2 et 3 répartis également (50 % chacun).

En comparant les solutions proposées à la question 19, il apparaît que la performance minimale avec le seul produit de placement 2 s'élève à 4 % ; avec les produits 2 et 3, il est possible dans un contexte économique favorable de perdre 3 %[4] ; enfin, avec la combinaison des trois, la rentabilité minimale s'élèvera à (– 15 + 4 + 25)/3 = 4,7 %. Dans le même temps, dans un contexte économique favorable, ce portefeuille composé de l'ensemble des titres enregistrera une performance de (32 + 4 – 10)/3 = 8,7 %. L'allocation diversifiée est donc celle qui optimise le couple performance/risque.

Copyright © 2018 EMS Editions.

4 (4 %– 10 %)/2.

Réponse à la question 19

Produit de placement 1 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	32
Défavorable	50	-15

Produit de placement 2 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	4
Défavorable	50	4

Produit de placement 3 :

État de la conjoncture	Probabilité (en %)	Performance (en %)
Favorable	50	-10
Défavorable	50	25

Quel(le) est, selon vous, le produit (ou la combinaison de produits) qui affiche le couple performance/risque le plus intéressant ?

a. Produit 2.

b. Produits 1, 2 et 3 répartis également (33 % chacun).

c. Produits 2 et 3 répartis également (50 % chacun).

Une allocation optimale ou efficiente est celle qui minimise le risque pour un niveau de performance donné ou qui maximise la performance pour un niveau de risque ciblé. En recensant une douzaine de classes d'actifs et en calculant le couple performance/risque de toutes les combinaisons possibles, il ressort que l'allocation qui a

Copyright © 2018 EMS Editions.

minimisé le risque entre 2008 et 2016[5] (volatilité de 3,7 % et performance de 4,6 %) est composé essentiellement d'obligations : actions américaines (1,7 %) – matières premières (4,3 %) – titres monétaires (20 %) – obligations agrégées (40 %) – obligations High Yield[6] (20 %) – obligations d'État (14,1 %). Il est cependant intéressant de constater que dans cette allocation, 26 % des actifs (actions américaines, matières premières et obligations High Yield), sont considérés comme hautement risqués lorsqu'ils sont souscrits individuellement *via* des supports d'épargne collective. Il était également possible, au cours de cette période, d'aller chercher une performance de 8,1 % avec un niveau de volatilité contenu à 10 % en surpondérant les actions : sociétés d'investissement immobilier (20 %) – actions internationales (16,7 %) – actions des pays émergents (20 %) - obligations agrégées (3,3 %) – obligations High Yield (20 %) – obligations d'État (20 %). Ces deux allocations optimales illustrent les phénomènes de compensation qui existent entre les actifs. Celle qui minimise le risque affiche ainsi une volatilité de 3,7 % alors que la moyenne des volatilités des éléments qui la composent est de 6,5 %.

C'est en mimant les comportements frénétiques des professionnels des salles de marchés, tels qu'ils sont suggérés par notre imaginaire, que les épargnants se comportent comme les petits porteurs décrits par Gordon Gekko joué par Michael Douglas dans le film *Wall Street*[7] :

> *Les petits porteurs, c'est comme s'ils jouaient aux fléchettes au bistrot.*

Le principal défi de l'investissement en bourse n'est pas de sélectionner les titres gagnants à court terme mais de profiter de la valorisation moyenne du marché à long terme. Loin des idées reçues, dans une allocation patrimoniale, l'intégration d'obligations ou d'actions n'est pas source d'instabilité mais elle permet au contraire d'amortir les chocs tout en apportant un supplément de performance (réponse b. à la question 20). Cette approche nécessite de travailler

5 Source : Bloomberg.

6 Émetteurs pour lesquels le risque de défaut est plus important.

7 Film américain réalisé par Oliver Stone (1987).

Copyright © 2018 EMS Editions.

sur les émotions ressenties à court terme et d'envisager l'ensemble des éléments qui composent le patrimoine comme un tout cohérent, interdépendant et solidaire. L'approche descendante (réponse a.) est donc une option à retenir. Enfin, la réponse c. fait référence au biais de familiarité, l'impression de mieux maîtriser les risques liés aux actifs qui nous sont proches. L'acquisition d'un bien locatif à proximité de son domicile, d'une œuvre d'art d'un artiste local ou encore d'actions et d'obligations émises par des sociétés connues expose les patrimoines à des fluctuations qui pourraient être atténuées par une plus large diversification.

Réponses à la question 20

Laquelle (lesquelles) de ces affirmations vous semble (semblent) juste(s) ?

a. Il faut privilégier une approche descendante, allouer les actifs d'abord, sélectionner les instruments ensuite.

b. Un patrimoine diversifié permet, pour un niveau ciblé de performance, de diminuer le risque encouru.

c. Il faut investir dans les actifs qui nous sont familiers.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Glossaire

AMF : Autorité des Marchés Financiers.

Amortissement *in fine* : remboursement de l'intégralité du capital à l'échéance. Il se distingue d'un amortissement progressif pendant la durée de vie du crédit.

BCE : Banque Centrale Européenne.

Bêta : mesure l'exposition d'une action ou d'un fonds au risque systématique de marché. Le bêta tient un rôle central dans le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) ou *capital asset pricing model* (CPAM) développé par Sharpe, Treynor, Lintner et Mossin dans les années soixante. Ce modèle définit la rentabilité attendue d'un actif financier comme étant la somme de la rentabilité d'un placement sans risque et d'une prime de risque.

Bearish : marché baissier, référence à l'ours (*bear*) qui, face à un assaillant, se défend de haut en bas.

Bullish : marché haussier, référence au taureau (*bull*) qui charge de bas en haut, à l'aide de ses cornes.

CAC 40 : principal indice boursier de la place parisienne. Il reflète l'évolution des cours des actions des 40 plus importantes sociétés françaises.

CAC 40 GR : par rapport au CAC 40 « classique », le CAC 40 GR (*gross return* ou rendement brut) ajoute le montant des dividendes versés et réinvestis en actions des mêmes sociétés.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Corrélation : mesure le lien qui existe entre les évolutions de deux variables.

Covenants : les banques peuvent intégrer dans leurs contrats de prêt des *covenants*. Les *covenants* sont des conditions à respecter par l'entreprise durant toute la durée du crédit. Par exemple, les frais financiers ne doivent pas dépasser x % du résultat d'exploitation ou la dette financière ne doit pas excéder y % des fonds propres.

Dow Jones Industrial Average : indice le plus ancien de la bourse de New York. Créé en 1928 avec une base de 100 points, il est composé de 30 valeurs qui appartiennent majoritairement au secteur industriel.

Euro PP : Euro Placement Privé en France, *Schuldschein* en Allemagne ou USPP (*US Private Placement*) aux États-Unis.

Euronext : bourse pan-européenne regroupant Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris.

Fed : *Federal reserve*, banque centrale des États-Unis.

FCP : Fonds Commun de Placement.

Fonds à formule : également appelé produit structuré, fonds qui s'engage à atteindre, à l'échéance d'une période déterminée, une performance obtenue par l'application d'une formule de calcul prédéfinie.

Forward : contrat à terme négocié *Over The Counter* (OTC), soit en dehors des marchés réglementés.

Future : contrat à terme négocié sur un marché organisé.

IBO : *Initial Bond Offering* ou offre d'obligations au public. Procédure de placement dédiée aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux entreprises de taille intermédiaire (ETI). Les levées de fonds sont réalisées auprès d'investisseurs institutionnels et particuliers.

Ifo : *Information und Forschung*. L'indice reflète l'opinion sur l'activité des décideurs allemands des secteurs manufacturiers, de la construction, des ventes au détail et des ventes en gros.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Instrument dérivé : contrat dont la valeur dépend – est dérivée – de l'évolution d'un sous-jacent, qui peut être un actif financier, un produit de base, un indice ou toute variable préalablement déterminée.

Liquidité : un marché est considéré liquide si les investisseurs peuvent céder leurs titres avec facilité, c'est-à-dire au moment où ils le souhaitent et à un coût transactionnel faible.

Nasdaq : indice créé en 1971 avec une base de 1 000 points. Il est représentatif de l'évolution des valeurs technologiques américaines.

Nikkei : indice boursier créé en 1949 avec une base de 100 points. Il est composé de 225 titres cotés à la bourse de Tokyo.

Obligations High Yield (HY) : émetteurs (entreprises, collectivités publiques, États) pour lesquels le risque de défaut est important, ayant obtenu une note par les agences d'évaluation strictement inférieure à BBB.

Obligations Investment Grade (IG) : émetteurs les plus solvables, ayant obtenu une note par les agences d'évaluation supérieure ou égale à BBB.

OMX 30 : indice phare de la bourse de Stockholm. Créé en 1986 avec une base de 125 points, il regroupe les 30 premières capitalisations suédoises.

OPE : Offre Publique d'Échange. L'OPE est une opération qui vise à échanger les titres de l'entreprise initiatrice contre les titres de l'entreprise ciblée. Elle permet à la société qui souhaite en acquérir une autre de payer l'opération en actions plutôt qu'en numéraire. C'est une parité d'échange (une action A contre deux actions B par exemple) qui est proposée au lieu d'un versement en numéraire. Un complément en espèces, appelé soulte, peut être proposé en plus de la parité d'échange.

Option : contrat qui confère à son détenteur, le droit – et non l'obligation – d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent à un prix, à une date et pour une quantité, déterminés à l'avance. L'acheteur de l'option paye une prime au vendeur. Le vendeur a l'obligation d'acheter ou de vendre le sous-jacent si le détenteur de l'option exerce son droit.

Copyright © 2018 EMS Editions.

PEA : Plan d'Épargne en Actions. Enveloppe fiscale qui peut accueillir des actions des pays de l'Union Européenne auxquels s'ajoutent la Norvège et l'Islande.

Pierre papier : investissements réalisés dans l'immobilier à travers l'achat de parts et d'actions de sociétés. Trois types de produits sont proposés aux épargnants : les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), les sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) et les organismes de placement collectif en immobilier (OPCI).

PMI : *Purchasing Managers' Index*. L'indice reflète l'évolution de l'opinion des directeurs d'achat quant à la situation économique de leurs entreprises.

PIB : Produit Intérieur Brut. Il mesure la valeur de marché des biens et services produits au sein d'une économie au cours d'une période donnée.

SEC : *Security Exchange Commission*. Autorité des marchés financiers aux États-Unis.

SICAV : Société d'Investissement à Capital Variable.

Standard and Poor's 500 (S&P 500) : indice représentatif du marché des actions américain. Il a été créé en 1943 avec une base de 10 points. Les 500 valeurs qui le composent pèsent environ 80 % de la capitalisation boursière totale.

VaR : *Value at Risk* ou valeur au risque.

Volatilité : mesure la dispersion, ou l'étalement, d'un ensemble de valeurs autour de leur moyenne (notion d'écart-type).

Warrant : même si certaines caractéristiques les distinguent, le *warrant* répond à la même logique financière que l'option.

ZEW : *Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung*. L'indice traduit l'opinion de la communauté financière allemande sur les perspectives économiques.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Bibliographie

AMF (2013), *Lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF*, n° 6, décembre, disponible à l'adresse : http://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Lettre-de-l-observatoire-de-l-epargne/Archives?.

AMF (2016), *Lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF*, n° 19, juin, disponible à l'adresse : http://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Lettre-de-l-observatoire-de-l-epargne/Archives?.

AMF (2017), *Lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF*, n° 24, juillet, disponible à l'adresse : http://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Lettre-de-l-observatoire-de-l-epargne/Annee-en-cours.html.

Banque de France (2017), Épargne et patrimoine des ménages, disponible à l'adresse : https://www.banque-france.fr/sites/default/files/webstat_pdf/epa_men_2161_fr_f17-043z_tableau_bord_menages_2017t1_2017t2.pdf.

Campart S. et Jimenez P. (2016), *Risques de taux d'intérêt et de change, identification et stratégies de couverture*, AFNOR Éditions.

Insee Première (2016), *Le patrimoine économique national en 2015*, n° 1626, décembre, disponible à l'adresse : https://www.insee.fr/fr/statistiques/2530296.

Keynes J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, disponible à l'adresse : http://hassibacherifi.yolasite.com/resources/Keynes_theorie_emploi_monnaie_2.pdf

Lagercrantz D. (2015), *Millénium 4, Ce qui ne me tue pas*, Actes Sud.

Copyright © 2018 EMS Editions.

Lintner J. (1965), "The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, 47, p.13-37.

Markowitz H., (1952), "Portfolio selection", *Journal of Finance*, 7(1), p. 77-91, disponible à l'adresse : http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28195203%297%3A1 %3C77%3APS%32.0.CO%3B2-1

Markowitz H. (1959), *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, Wiley, N.Y.

Mossin J. (1966), "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, 34(4), p. 768-783.

Rapport du conseil d'analyse économique (2009), *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, Olivier Garnier et David Thesmar, La Documentation française, disponible à l'adresse : http://www.cae-eco.fr/Epargner-a-long-terme-et-maitriser-les-risques-financiers.html.

Rapport du comité consultatif du secteur financier (2015), *La définition et la mise en œuvre d'une stratégie nationale en matière d'éducation financière*, disponible à l'adresse : https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/rapport_strategie-nationale-d-education-financiere_2015.pdf.

Sharpe W. (1964), "Capital Asset Prices : a Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk", *Journal of Finance*, 19(3), p. 425-442.

Thaler R. (1999), "Mental Accounting Matters", *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, p. 183-206.

Treynor J., (1965), "How to Rate Management of Investment Funds", *Harvard Business Review*, 41, p. 63-75.

Zola E. (1891), *L'argent*, disponible à l'adresse : https://beq.ebooksgratuits.com/vents/zola-18.pdf

Copyright © 2018 EMS Editions.

Dans la Collection **BANQUE - FINANCE**

Quel avenir pour la relation banque - entreprise ?

De **Sylvie Cieply**

La relation banque – entreprise est un actif stratégique. Cette relation permet de limiter les risques de rationnement qui peuvent survenir sur le marché du crédit. Elle permet aussi à l'entreprise de bénéficier d'une offre de financements adaptée à ses besoins.

Cette relation s'inscrit cependant dans un environnement concurrentiel et réglementaire en fortes mutations qui tend à remettre en cause le modèle classique du financement bancaire.

Dans ce livre, nous montrons comment le développement d'un modèle OTD (*Originate To Distribute*) basé sur la titrisation peut permettre de préserver, voire même d'améliorer, le financement des entreprises par les banques.

ISBN : 978-2-37687-114-9
108 p. / 14€

Copyright © 2018 EMS Editions.

ET SI ON OSAIT INVESTIR EN BOURSE ?

Imprévisible, impulsive, impudique, la bourse fait peur. Elle semble familière mais elle reste méconnue. Les épargnants s'en tiennent à l'écart et lui préfèrent la pierre, la niche fiscale, le livret. Pourtant, loin d'être la source de frénésie et d'instabilité que l'imaginaire collectif décrit parfois, l'intégration d'obligations ou d'actions au patrimoine permet au contraire d'amortir les chocs tout en apportant un supplément de performance.

Cet ouvrage a pour objectif de démystifier les placements boursiers. Il interroge le lecteur sur la notion de risque et offre des pistes de réflexion à des épargnants soucieux de réaliser des choix patrimoniaux qui soient à la fois raisonnables et optimaux.

Sandy CAMPART

Enseignant-chercheur et directeur de l'IUP Banque Finance Assurance – IAE Caen. Membre du laboratoire CREM (UMR CNRS), il est l'auteur de plusieurs articles scientifiques sur le thème de l'efficience des marchés financiers. Il a également coécrit deux ouvrages, l'un avec Jean-Marc Moulin, *L'introduction en bourse* (2015), l'autre avec Pedro Jimenez, *Risques de taux d'intérêt et de change* (2016), publiés par AFNOR Éditions.

éditions ems
MANAGEMENT & SOCIETE
www.editions-ems.fr

Photo de couverture : © Freedomz – Fotolia.com